

纺织服装

寻找女鞋行业的潜力企业

——百丽成功的启示及与星期六的对比

研究结论

- 百丽是中国女鞋行业的传奇，其鞋类销售收入 5 年增长超过 12 倍的历史让人惊叹。2007 年以 4337 亿港元的招股冻结资金刷新港股记录，以 40 倍市盈率的定价远超香港本土上市公司，2010 年又以超过 150 亿美元的总市值晋升香港恒生指数成份股，百丽在资本市场上风光无限的背后是其业绩的高成长，从 2004 年到 2009 年短短五年间，公司鞋类业务收入增长超过 12 倍，净利润增长超过 32 倍。
- 百丽的成长史是实体经营与资本市场的完美结合，也是成就公司强者更强的重要因素。上市前公司通过三步转型实现了由代工企业向自有品牌零售商的本质转变，上市后公司募集资金的充裕加快了自营渠道的拓展，同时也提供了更好的资源在资本市场进行一系列收购兼并，从而在更短时间实现了更快的规模扩张，进一步巩固了公司行业第一的地位。
- 回顾百丽的成长之路，我们认为其成功主要来自于六个方面。即深谙行业本质的多品牌运营策略，高效的纵向一体化运营模式，精细化的存货管理方式、更具互动性的庞大直营网络、强调管理层激励的持股结构和强大的并购整合能力。
- 星期六（002291）是百丽之外行业内具有较大潜力的公司。我们的理由主要包括如下：（1）中国女鞋市场足够的消费容量和相对稳定的品牌格局为已有优势企业提供了更多的机会；（2）公司目前的发展阶段正处于历史低点，一系列经营管理策略的改进和完善已经并且将持续发挥效益；（3）国内城市化的推进和未来商业渠道的不断下沉将为除百丽以外的中高档高端女鞋领域第一梯队的企业提供更大的市场空间和更多的平等发展机会；（4）行业巨无霸百丽的存在既是压力，也为星期六提供了很好的学习机会。星期六对百丽的学习并不是简单的模仿，而是结合了行业未来的发展趋势和自身的业务基础不断进行选择性的吸收学习，这样的学习追赶最终会体现为公司与百丽差距的逐步缩小。
- 星期六的盈利预测和投资建议：我们目前维持对星期六的盈利预测，预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年盈利增速分别为-4%、57%和 50%，预测每股收益分别为 0.40 元、0.63 元和 0.95 元，目前从 P/E 角度考量，星期六要高于百丽，但两者的发展阶段和规模基数也不一样，未来的增长速度也不同。从 P/S 角度考量，剔除价值较低的运动服饰代理业务，百丽鞋业的 P/S 在 7—8 倍左右，而星期六仅为 5 倍左右，未来仍有较大上升空间。维持对星期六的“买入”评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

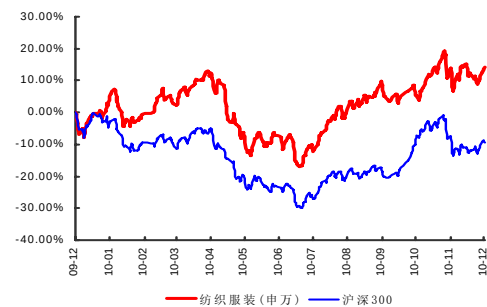
纺织服装行业首席分析师
8621-63325888×6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

糜韩杰

纺织、旅游行业助理分析师
8621-63325888×6119
mihanjie@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110050019

行业评级	看好 中性 看淡（维持）
国家/地区	中国/A 股
行业	纺织服装
报告日期	2010 年 12 月 16 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.11	34.27	14.18
相对表现 (%)	2.14	35.94	23.55

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	EPS09A	EPS10E	EPS11E	股价	评级
星期六	0.53	0.40	0.63	19.37	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《经营拐点确立 未来盈利增速和质量双提升——星期六调研报告》	2010 年 11 月 22 日
《坚定看好国内家纺行业——欧洲家纺巨头素琦 (Zucchi) 公司兴衰启示录》	2010 年 9 月 27 日
《美国梦的诠释者和中国梦的追随者——POLO 和七匹狼的比较研究》	2010 年 9 月 8 日
《优衣库之优——迅销公司成功探秘》	2010 年 8 月 17 日
《牛股是怎样炼成的——GAP 成长启示录》	2010 年 8 月 2 日
《本土品牌服饰面临最好的时代》	2010 年 7 月 2 日

目 录

一、百丽：中国女鞋第一品牌	5
1、中国最大的多品牌女鞋零售商	5
2、业内独树一帜的纵向一体化业务模式	6
二、百丽成长史：从实体经营到资本运作 强者更强	9
1、上市前：三步转型奠定女鞋之王	9
2、上市后：收购兼并谱就百丽神话	9
3、行业第一的地位在资本市场得到强化	11
三、百丽的成功经验	12
1、深谙行业消费本质的多品牌运营策略	12
2、高效的纵向一体化运营模式	13
3、精细化的存货管理方式	14
4、更具互动性的庞大直营网络	14
5、突出管理层激励的持股结构	15
6、强大的并购整合能力	15
四、寻找女鞋行业百丽之外的潜力企业：星期六	16

图表目录

图 1 百丽国际主席邓耀	4
图 2 百丽的鞋类业务营业额五年涨幅超过 12 倍	4
图 3 百丽的净利润（包括运动品牌分销业务）五年涨幅超过 32 倍	5
图 4 2008 年国内女皮鞋市场前十大品牌销售额的市场份额情况	6
图 5 公司纵向一体化的业务模式	7
图 6 百丽鞋类业务直营店近年的数量增长情况	8
图 7 百丽鞋类业务直营店地区分布情况（2010H1）	8
图 8 2007 年 5 月 23 日百丽国际在香港上市	10
图 9 百丽国际上市至今的 PE、PB 和 PS 走势	12
图 10 公司主要品牌定位图	13
图 11 百丽的存货周转天数保持在较低的水平	14
图 12 百丽上市后的股权结构	15
图 13 主要国家人均鞋类消费	17
表 1 百丽鞋类业务主要的自有品牌和代理品牌	5
表 2 百丽上市后进行的一些列重大收购及其战略考虑	10
表 3 在港上市的主要女鞋公司的自有品牌和中国销售点数量	11
表 4 在港上市的主要女鞋公司 2009 年业绩和相对估值	12

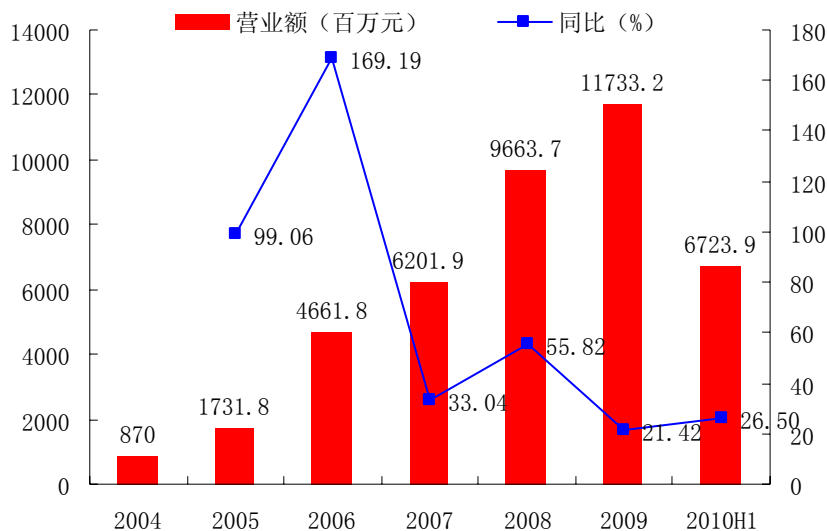
2007年5月14日，中国最大的女鞋零售商百丽的在香港的招股结束，以上限6.20港元定价，冻结资金超过4337亿港元，突破工商银行上市创下的4156亿港元的纪录，市盈率高达40倍，远远高于香港本土服装鞋类上市公司的市盈率。时隔短短的三年后，2010年9月6日，百丽正式被纳入香港恒生指数成份股，成为该基准指数成份股中45只中的一只，市值权重占比0.99%，以超过150亿美元的总市值晋身香港恒指蓝筹股之列。资本市场对于百丽国际的青睐有加主要是源于其业绩的高成长，从2004年到2009年，短短五年间公司鞋类销售收入从8.7亿迅猛增长至117.33亿，涨幅超过12倍，净利润（包括运动品牌的分销业务）从0.75亿增长至25.29亿，涨幅更是超过32倍。那么百丽鞋类业务的经营模式是什么，她是如何发展壮大的，奇迹的背后她有着怎样的成功经验，其他的中国女鞋企业中有没有可能出现像百丽一样成功的企业？

图1 百丽国际主席邓耀

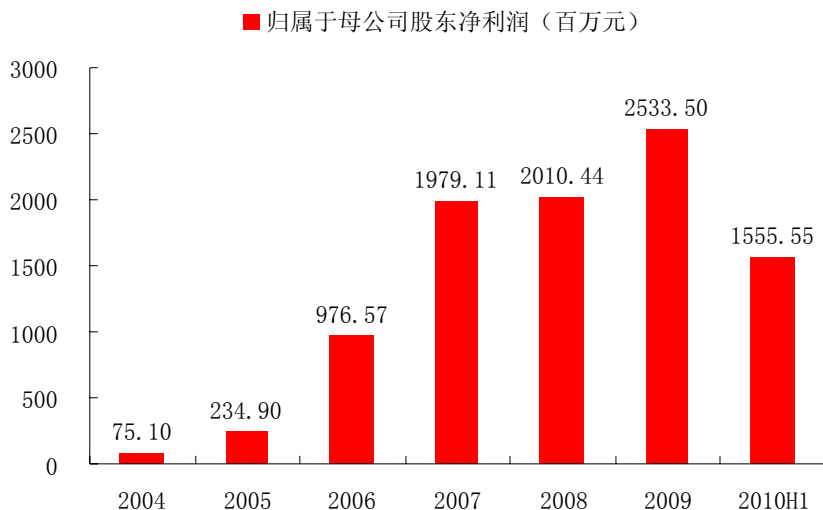


资料来源：人民网，东方证券研究所整理

图2 百丽的鞋类业务营业额五年涨幅超过12倍



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 3 百丽的净利润（包括运动品牌分销业务）五年涨幅超过 32 倍


资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

一、百丽：中国女鞋第一品牌

1、中国最大的多品牌女鞋零售商

公司是中国最大的女装鞋零售商（以销售收入计），目前公司鞋类业务的自有品牌包括，Belle、Staccato、Tata、Teenmix、Fato、Jipijapa、Millie's、Senda、Basto、Joy&Peace 及 Mirabell 等；代理品牌主要包括 Bata、BCBG、Elle、Scholl、Fiorucci、Clarks、Mephisto、Merrell、Sebago、Caterpillar 及 Geox。除女装鞋外，公司亦销售手袋、配饰和男装鞋。

表 1 百丽鞋类业务主要的自有品牌和代理品牌

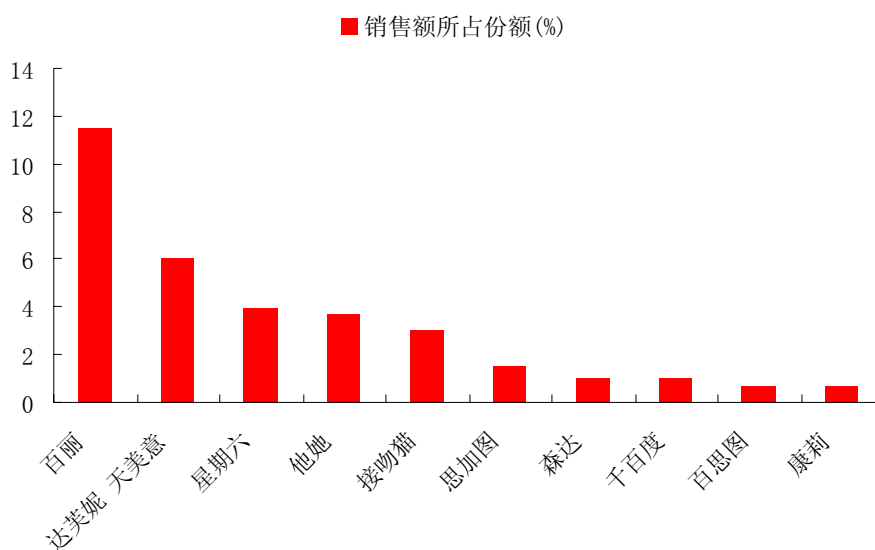
	品牌		价位	目标客户	备注
自主品牌	Belle	百丽	300—600	为 20 至 40 岁的专业女性提供满足她们上班、晚间和休闲穿着需要的各款优质鞋类。	
	Staccato	思加图	600—1800	为年龄在 25 岁至 40 岁之间的女士提供多款独特、富有特色及设计精致的鞋类。	
	Tata	他她	300—500	多款时尚鞋面向年龄在 20 至 35 岁之间的广大客户。	
	Teenmix	天美意	300—600	为年龄在 18 至 25 岁之间的消费者提供多款时尚休闲鞋。	
	Fato	伐拓	500—800	为追求高品质和设计精良鞋类的男士提供一系列优质鞋类。	
	Jipijapa		400—1300	提供多款时尚及典雅的鞋类，目标为年龄在	只在香

代理 品牌	Joy&Peace	真美诗	港元 600—2000	25 岁至 45 岁之间的中等收入消费者。 向追求高贵及优雅的富裕女士提供一系列高档鞋类。	港出售
	Bata		400—800	为年龄在 25 至 45 岁之间的客户提供适合上班及休闲穿着的鞋类产品。	

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

据中国行业企业信息中心统计，2008 年度，以销售额计国内女皮鞋市场排名前 10 名中，有 6 个品牌属于百丽，它们分别是百丽 Belle（第一），天美意 Teenmix（第二），他她 Tata（第四），思加图 Staccato（第六），森达 Senda（第七）和百思图 Basto（第九）。

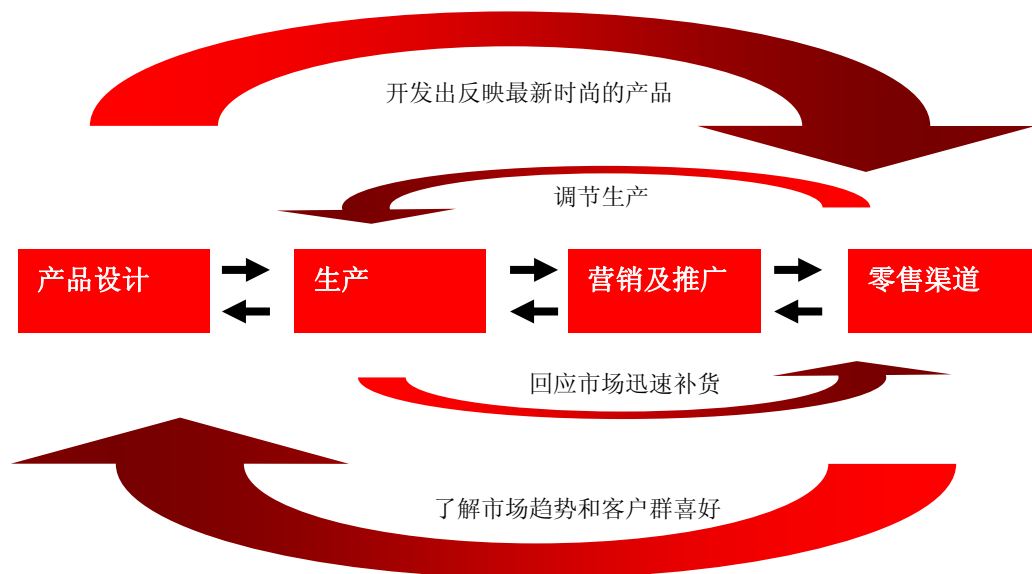
图 4 2008 年国内女皮鞋市场前十大品牌销售额的市场份额情况



资料来源：星期六公司招股说明书，东方证券研究所整理

2、业内独树一帜的纵向一体化业务模式

公司采用纵向一体化的业务模式（包括产品设计和开发、生产、营销和推广、分销和零售），在鞋业内独树一帜。通过该业务模式可以让公司在最大程度上控制供应链，并获得各业务营运阶段的增值。另外公司通过对零售网络的直接管理可以对市场做出迅速的反应，把存货压力降至最低，减少对于存货的打折销售，获取最高利润率。

图 5 公司纵向一体化的业务模式


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

设计方面，百丽在意大利与时装设计中心合作，交流设计理念，提高设计能力，同时捕捉每季的时尚趋势，掌握各主要元素如款式、色彩、用料等的变化。在西班牙，百丽成立研发中心，改进产品技术，引入不同元素，令产品更加多变。公司的每个品牌的设计团队，都由“设计师”和“产品研发团队”组成。通过这样的团队组合，增强信息的流通，确保各种对产品有利的技术能以最合适的方式应用。百丽一般按季度推出春夏秋冬系列，每个鞋类品牌每季平均约有 300 至 400 款新款式推出市场，零售价介于 300-2000 元人民币。

生产方面，公司 60%以上为自主生产，通过对产量的直接控制，公司可以对各销区的订单进行快速补货，对市场变化进行快速反应，避免了一次订货过多，万一缺乏市场需求所导致的滞销。其余 30%左右主要是通过外包生产，公司在中国共委托约 100 家合约生产商生产公司产品。

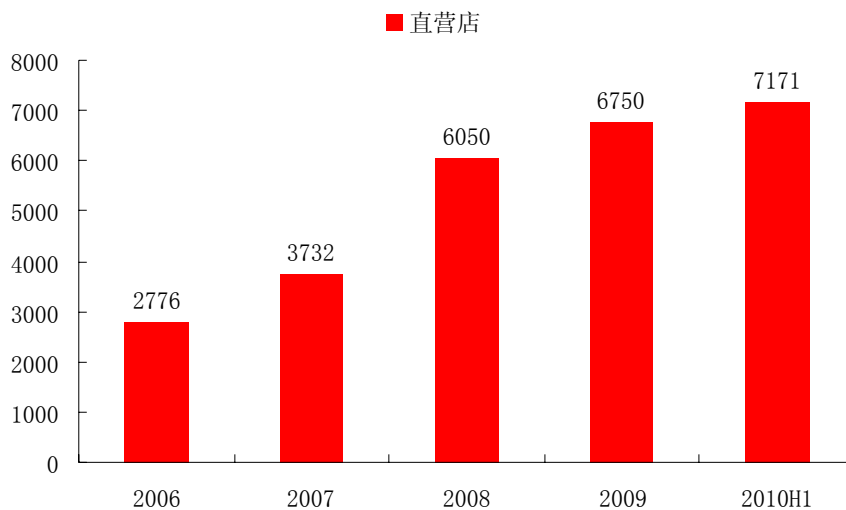
销售方面，公司将中国分为十个销售区，并将采购及销售管理的权力下放至地区层面，扁平化的组织结构优化了决策程序，各销售区均独立负责一切产品营销及定价、店铺管理、销售及财务决策。分销区的销售管理方式，具有因地制宜且快速决策的优势，有助于提升公司的销售和盈利能力。

订单方面，各销售地区首批订单量一般占其预计当季产品总需求量约 50%，随后的生产将依据新产品上市销售的实际情况，通过各销售区域每周下达的补单进行生产。公司可在接到补货单后十五至二十天内出货。通过 50%的订单和后续的快速补货，能够优化公司库存数量，种类和库龄，减少多余或者较不受欢迎的产品的生产，维持较少的季尾折扣，使公司的利润得以最大提升。当然之所以能够采用这种方式，主要是由于百丽具有强大的供应链管理体系，能够在很短的时间内补货，不会由于补货时间长而错过销售季。

渠道方面，公司采用直营为主的模式，大部分零售店以店中店的形式位于全国各大百货商场内，部分以专卖店的形式位于人流畅旺的街道。公司零售店的鞋类品牌销售面积一般约 40-100 平米不等。根据公司招股说明书披露的数据，截止 2006 年，公司 84.1%的零售店位于全国各大主要百货商场中的店中店，百货商场店中店的销售占营业总额的 73.4%。公司对于遍及全国的庞大零售网点的

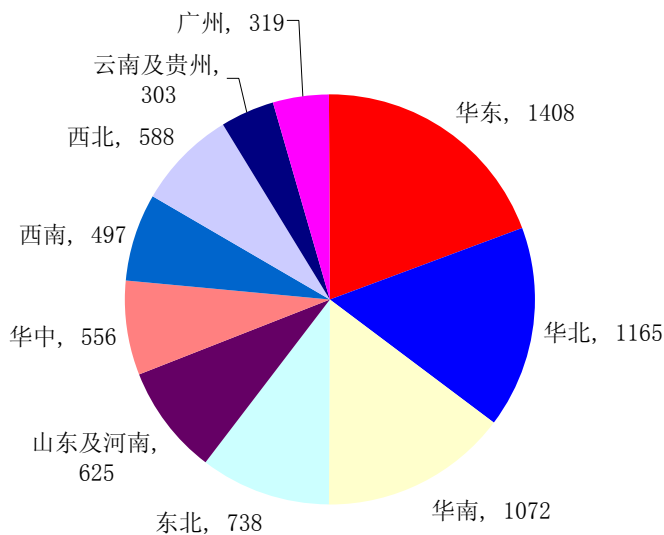
直接管理和控制，能够与消费者直接接触，从而能够取得市场动态的第一手资讯，便于管理层针对市场作出及时、准确的决策及应对。

图 6 百丽鞋类业务直营店近年的数量增长情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 7 百丽鞋类业务直营店地区分布情况（2010H1）



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

二、百丽成长史：从实体经营到资本运作 强者更强

1、上市前：三步转型奠定女鞋之王

第一步：由代工企业向自用品牌商转型。1991年1月深圳百丽鞋业有限公司注册成立，1992年3月3日，深圳百丽正式投产，由此中国大陆第一双百丽牌女皮鞋诞生。其实，最初深圳百丽的主要业务是为香港品牌代加工，但是随着90年代初中国改革进入攻坚阶段，经济开始蓬勃发展，人民群众的消费需求被逐渐释放，公司敏锐地捕捉到这一巨大机遇，果断地进行了第一步转型，建立区域客户网络，在内地批发销售自有品牌鞋类产品，1992年8月，公司首选黑龙江哈尔滨开始了女皮鞋的内销批发业务。

第二步：由批发分销向自营零售商转型。1995年，百丽开始建立品牌零售网络，迈出了从批发到零售转型的第二步，虽然当时内地零售业对外资及港、澳、台地区的资本仅有限开放，百丽很难达到在内地开展零售业务的进入门槛。但百丽巧妙的采取了变通办法，“选择有共同经营理念的个体经销商成为当地的独家零售代理，专一销售品牌商旗下系列产品”。1997年，百丽和16家个体分销商签订独家分销协议。百丽以分销商为依托，产供销联合一条龙的经营方式雏形初现。与分销商的合作成功为百丽在内地零售网点的布局赢得了时间和空间，截止2002年，由分销商发展的零售网点已超过600余个。2004年为了进一步适应市场快速发展的需要，加强百丽对销售终端的控制力，百丽和各个体分销商共同成立了深圳市百丽投资有限公司(简称为百丽投资)。公司与百丽投资订立类似的独家分销协议，代替先前与个体分销商订立的独家分销协议。

2004年4月，中国颁布了《外商投资商业领域管理办法》，放宽了对外商投资的限制，百丽适时而动，在2004年底将其在内地的零售资产，百丽投资旗下的1681家零售店逐渐通过改签租约的方式转移至离岸公司百丽国际旗下，也即是今天的上市主体，门店的管理则以重新聘用销售人员的方式实现转移。并最终在2005年8月终止了与百丽投资的独家分销协议。

第三步：借助股权结构转型（引入PE）迅猛拓展零售业务。2005年9月12日，百丽国际先是引入了摩根士丹利旗下的两家基金公司（MSI、MSII）和鼎晖投资旗下的CDH等财务投资者（PE），出资2366万港元，认购了百丽国际9860股可赎回股，占总股本的4%。接着，创始人邓耀家族控制的Profit Leader和个体分销商们控制的Handy和Essen一道，三者合计出资4.48亿港元，认购百丽国际186610股可赎回股，占总股本的75.7%。此外，三者又与PE订立转让协议，PE同意以2.88亿港元向后者收购额外的16610股可赎回股份，完成后双方持股分别占总股本69%及10.7%。引入PE后公司有了充足的资金，百丽国际开始迅猛扩展，截止2006年底，百丽国际在内地新增鞋类零售店1095家，总数达到2776家，基本奠定了中国最大的女装鞋零售商的地位。

2、上市后：收购兼并谱就百丽神话

2007年5月23日，百丽国际在香港IPO，共募得资金99.5亿港元。从产业市场转战资本市场，正式拉开了百丽资本扩张的序幕。5个月后，2007年10月，百丽国际通过其全资子公司Full Brand以6亿港元的代价收购了奥斯企业（香港）有限公司及奥斯国际（香港）有限公司的全部股本权益。奥斯两家公司主要在香港、澳门及大陆从事妙丽（Millie's）品牌鞋类产品的分销及零售业务，其在内地及港澳地区拥有超过150家连锁店。通过对妙丽的收购，百丽完善了其中高档时尚女鞋的品牌组合，以差异化的产品对公司原有中高档品牌进行有益的补充。

图 8 2007 年 5 月 23 日百丽国际在香港上市


资料来源：人民网，东方证券研究所整理

同年 11 月，百丽再下一城，透过其全资附属公司新百丽与江苏森达集团订立一连串协议，以 16 亿元的代价，收购森达若干资产、业务及公司的权益。森达的业务主要是在中国从事品牌男、女装鞋类制造及零售，通过对森达的并购，百丽完善了中档（60 美元左右）鞋类市场的品牌布局，新增了国内知名男鞋品牌森达和女鞋品牌百思图。同时新增了国际知名品牌 Clarks（平均价格约 200 美元）的代理分销权。特别是作为中国男鞋第一品牌的森达，对百丽核心女鞋业务构成有效的差异性补充。

2008 年初，百丽完成了对美丽宝国际的全面收购，拥有了中高档品牌真美诗（该品牌产品的平均价格 100 美元）及 Mirabell，同时获得国际知名品牌 Caterpillar, Merrell, Sebago（平均成交价 200 美元）等品牌于国内，香港及或澳门的独家代理分销权，从而增强了公司在高档鞋类细分市场的覆盖。

表 2 百丽上市后进行的一些列重大收购及其战略考虑

时间	收购对象	收购金额	战略考虑
2007 年 10 月 29 日	妙丽	6 亿港元	完善中高档时尚女鞋的品牌组合，以差异化的产品对公司原有中高档品牌进行有益的补充
2007 年 11 月 11 日	森达	16 亿元	增加中档鞋类市场中略低档次细分市场的覆盖，该细分市场容量很大，拓展空间十分广阔
2010 年 2 月 28 日	美丽宝	16.72 亿港元	一方面是拥有中高档品牌真美诗，将其纳入垂直供应链管理模式，另一方面是取得对于高档国际休闲鞋品牌及户外鞋品牌的覆盖

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

在 2008 年底全球遭遇金融危机、消费需求环境恶化的大背景下，公司及时地在 2009 年对鞋类业务的经营进行了相应的调整，从过去以积极的规模扩张为主导转变为效益主导，具体而言，对各销售区的考核开始更注重利润率等效益指标，而将开店和规模增长指标相对弱化。另外，对于经营模式进行审慎调整的做法，还出于公司在前几年快速发展之后自身组织机构及人力资源面临需要学习、调整和提高的考虑，通过经营模式调整，强化效益主导，将进一步提高公司的财务质量，有利于公司未来更好更快地发展。纵观海外成功的品牌企业，比如 GAP、Lalph Lauren，在其高速发展途中无一例外都有一段中继期，即主动对自身供应链进行梳理，对财务状况进行优化。

2010 年随着国内零售环境的明显改善，公司重新加快了零售渠道的拓展步伐，但与之不同的是，对于原有核心品牌，比如百丽等，考虑到其在一二线城市基本已经铺满，公司对其新增店铺进行了渠道下沉，开始主要侧重于渗透度相对较低的中小城市，2010 年上半年，百丽品牌的新开店铺有一半以上分布在三线及以下市场。随着中国经济发展进程不断深化展开，以百货为代表的零售渠道正在进一步加速向中小城市开拓，这为公司的中档以及中高档品牌提供了新的巨大空间。以公司最大的品牌百丽为例，目前仅在约 200 个城市运营约 1400 家店铺，未来仍具有具有巨较的拓展潜力。另外公司对于新并购品牌的新增店铺，则主要由各自品牌自身定位以及当前市场渗透度决定。我们预计 2010 年公司总店铺扩张速度至少在 15% 以上。

3、行业第一的地位在资本市场得到强化

公司上市的一路高增长也得到了资本市场的高度认同，与同行上市公司相比，公司不仅销售规模、盈利、网点数量和盈利能力遥遥领先，公司市值、各项相对估值水平也明显高于同行，也再次印证了其女鞋行业第一的地位。

从公司自身纵向比较看，07/08 年受全球金融危机和公司自身并购后的整合影响，估值水平有所下降，但之后基本是一路上扬，为投资者也提供了较为丰厚的回报。

表 3 在港上市的主要女鞋公司的自有品牌和中国销售点数量

公司	旗下自有品牌	销售点
百丽国际	Belle、Staccato、Tata、Teenmix、Fato、Jipijapa、Millie's、Senda、	直营店 6750 家
	Basto、Joy&Peace、Mirabell	直营店 2628 家，加盟店
达芙妮国际	达芙妮 D18、达芙妮 D28、鞋柜	1556 家
九兴控股	Stella Luna、What For	直营店 221 家
盈进集团	ACUPUNCTURE、COUBER.G、FORLERIA、OXOX、TRU-NARI、	直营店 713 家，加盟店
	ARTEMIS、WALACI	77 家
利信达集团	Le Saunda、CnE	直营店 376 家、加盟店
		179 家

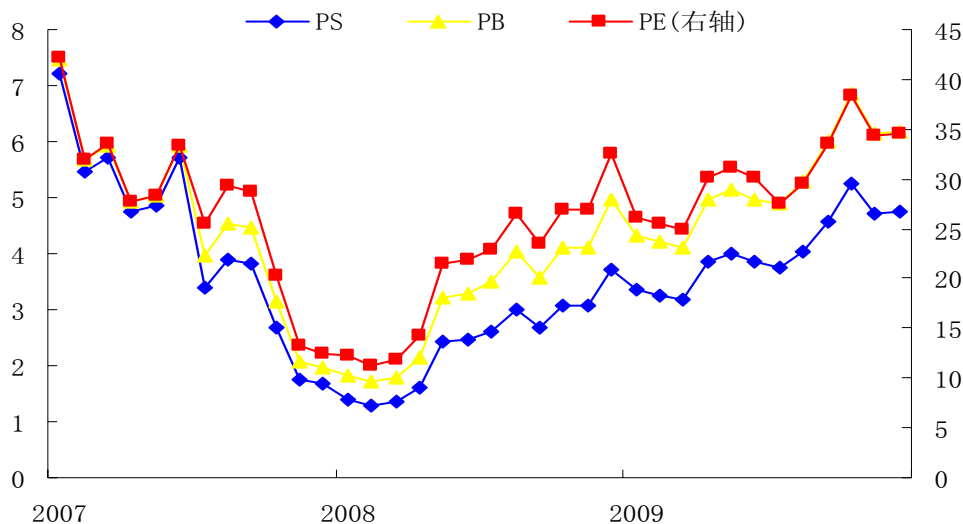
资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

表 4 在港上市的主要女鞋公司 2009 年业绩和相对估值

公司	2009 年业绩			估值			
	销售收入 (百万)	净利润 (百 万)	净利润率 (%)	总市值 (百万 港元)	PE	PB	PS
百丽国际	19761.63	2533.50	12.82%	116223.73	33.45	5.98	4.57*
达芙妮国际	6627.27	447.54	6.75%	14383.80	42.00	5.75	2.17
九兴控股	6888.72	697.81	10.13%	12327.20	15.70	2.09	1.44
盈进集团	1292.62	3.32	0.26%	989.41	30.16	1.32	0.80
利信达集团	1136.38	139.78	12.30%	2620.50	18.02	2.85	2.36

*注：如果不考虑运动品牌分销业务，单以女鞋业务计，百丽国际的 PS 为 9.9

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 9 百丽国际上市至今的 PE、PB 和 PS 走势


资料来源：彭博，东方证券研究所整理

三、百丽的成功经验

结合百丽的经营模式和其近 20 年的成长史，我们发现其成功主要来自以下六个方面，即深谙行业本质的多品牌运营策略，高效的纵向一体化运营模式，精细化的存货管理方式、更具互动性的庞大直营网络、强调管理层激励的持股结构和强大的并购整合能力。

1、深谙行业消费本质的多品牌运营策略

中高档女鞋具有典型的时尚产品的消费特征，根据业内经验判断，在一般女性消费者购买女鞋时主要考虑的因素优先排序如下：款式、舒适度、价格和品牌。由此可见，女鞋消费的品牌忠诚度是相对较低的，更多地是关注产品本身的款式和实用性能。正是基于对行业消费的本质理解，公司提出

的“百丽、百变所以美丽”的品牌广告深入人心，公司在经营策略上也是将“更多样化的产品、更便捷的购买渠道和更高性价比的产品服务”作为其最重要的追求目标，在经营策略上的核心体现之一就是多品牌的运营策略。

目前公司拥有 11 个自有品牌和 11 个代理品牌，涵盖了高中低各档和针对包括上班、休闲、正式和运动等场合的各类女鞋产品，价格跨度在 300 元至 3000 元不等。据中国行业企业信息中心统计，2008 年度，以销售额计国内女皮鞋市场排名前 10 名中，有 6 个品牌属于百丽，它们分别是百丽 Belle（第一），天美意 Teenmix（第二），他她 Tata（第四），思加图 Staccato（第六），森达 Senda（第七）和百思图 Basto（第九）。足见百丽的多品牌经营相当成功。

首先，多品牌策略为公司提供了最广泛的客户覆盖度。通过定位于不同年龄、性别和收入的客户群的各个品牌，进行品牌细分，公司极大的拓展了其客户群，获得了各细分市场上不同的消费者，扩大了公司的收入，提高了收益。**其次，多品牌策略可以满足女性对鞋求多，求变的需求。**正如前文所述，女性在买鞋的时候，看重款式时尚，又要避免与人撞鞋，所以会经常尝试购买不同品牌的鞋子，对品牌并不忠诚。因此，在女鞋行业，只有通过提供极多款式，引进大量品牌才能捕获更多的消费者，满足其善变不忠的情感诉求。**再次，多品牌策略有效规避了单一品牌经营波动进而影响公司整体经营的不利情况。**因为公司各品牌都有其各自的名称、商标、店铺、以及广告，独立的与市场进行交流和推广。及时由于短期因素影响个别品牌的经营，也不会对公司整体造成太大的波动。**最后，多品牌策略也为公司获得更多的商场资源倾斜提供的便利。**作为中国规模最大、品牌最多的女鞋零售商，公司目前在商场渠道（特别是一/二线城市）方面相对于同行具有更高的话语权，具体体现为公司能获得更低的商场扣点、更好的专柜位置、更多伴随中高档连锁商场渠道下沉的机会等。

图 10 公司主要品牌定位图



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

2、高效的纵向一体化运营模式

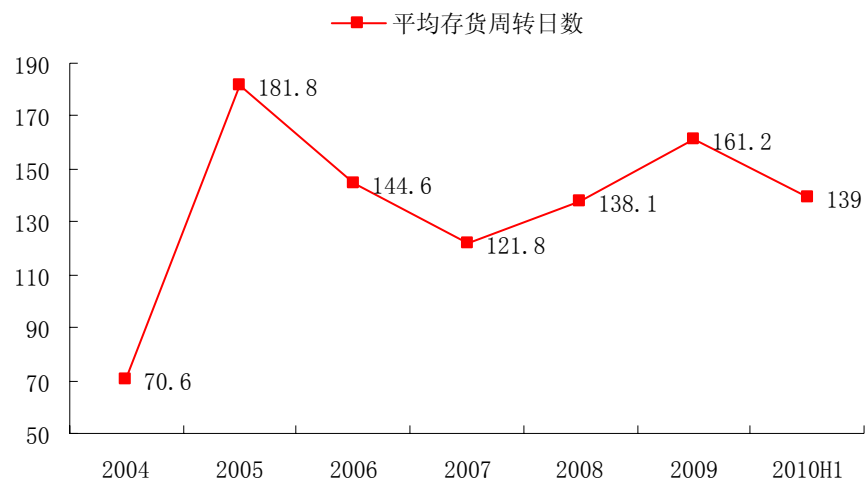
百丽的纵向一体化经营模式在业内独树一帜，即从产品的设计和开发、生产、营销和推广、分销与零售等产业链上的各个环节全部由公司来完成，这一点与全球服装巨头 ZARA 较为类似。**这种模式最直接的好处就是公司可以赚足产业链上每一个环节的利润，提升公司的毛利率。**根据 2009 年的财务数据，百丽国际鞋类的毛利率在 65.4%，高于达芙妮的 54.99% 和星期六的 47%（星期六毛利率偏低还有个原因是公司把商场扣店计入成本而不是销售费用）。

另外，在纵向一体化的经营模式下，公司可以对供应链的各环节进行更及时、直接和有效的控制，一方面可以缩短产品的上市时间，特别是根据市场需求进行快速补货，另一方面可以根据分销和零售环节的信息反馈及时调整库存和种类，减少非畅销产品的生产。由于公司的鞋类产品为时尚品，有很强的时效性，如果滞销需要通过大量折扣以刺激产品的销售，公司利润会受到很大的影响，因此公司纵向一体化的经营，减少公司滞销品的生产，无疑最大化地提升了公司的利润。同时，通过纵向一体化经营，公司存货周转率提高，减低了对资金的占用，提升了流动性。

3、精细化的存货管理方式

维持适当存货水平对整体盈利水平至关重要，因为一旦存货增加，存货周转率下降，必然会导致公司大量的资金被存货占用，降低了公司盈利的质量，最终会影响公司的可持续发展。**百丽在各销区制定了存货管理人员负责监察存货水平。公司对于存货管理主要有三种方法，即存货数量管理、存货库龄管理和存货结构管理。**存货数量管理，是公司致力于把存销比保持在低位，存销比是某一段时期内公司持有的平均存货与销售收入之间的比值。存货库龄管理，是通过比较每个月全国各销区的平均库龄指标，及时发现表现较差的销区，然后努力找出并改善该销区的不足之处。存货结构管理，是通过分析以往的销售表现、补货生产订单规格、任何已计划的推广活动及整体消费趋势等，预测未来存货结构以应付未来的销售。通过该等对于存货的有效管理措施，百丽成功地把存货控制在低于行业的平均水平，减少了存货占用水平，保证了公司经营现金的流转与回收。

图 11 百丽的存货周转天数保持在较低的水平



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

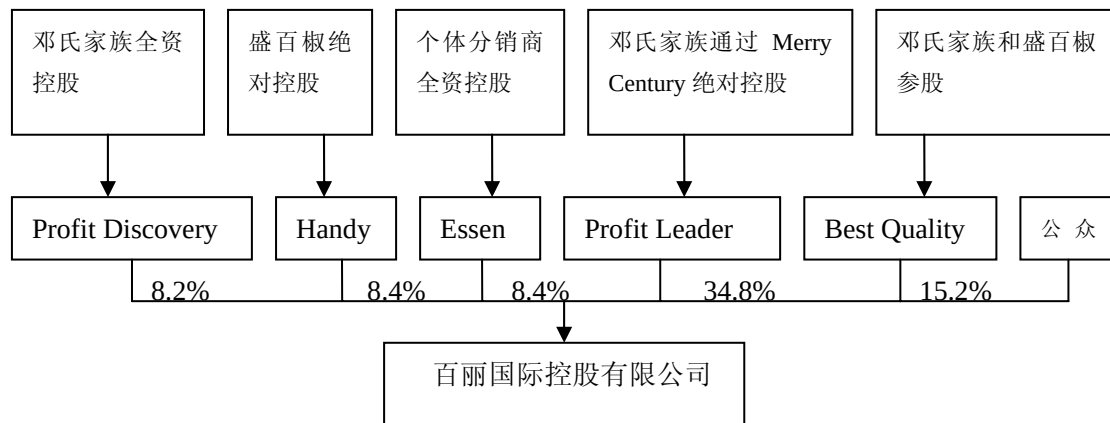
4、更具互动性的庞大直营网络

截止 2010 年上半年，百丽在全国的直营店铺已达到 7171 家（估计占全部渠道的 90%以上），凭借由公司直接控制的遍及全国的庞大零售网点，可以及时动态地了解各地的市场趋势及不同顾客群的喜好，从而能够获得市场动态的第一手资讯，便于管理层针对市场作出及时、准确的决策，为下一季的产品企划开发提供更具市场针对性的信息指引。另外考虑到女性消费者的随机性非常大，因此通过多开店，特别是在女性消费者经常要路过的地方多开店的方式提高了店面的覆盖率，能够有效地推动她们的消费行为。

5、突出管理层激励的持股结构

百丽的主要股东有 Profit Discovery、Handy、Essen、Profit Leader 和 Best Quality，根据百丽国际 2007 年的招股说明书，分别持有公司 8.2%、8.4%、8.4%、34.8%和 15.2%的股份，其中邓氏家族全资持有或者绝对控股的有 Profit Discovery 和 Profit Leader，参股的有 Best Quality，而 Handy 和 Essen 则分别由公司 CEO 盛百椒和个体分销商控股。这一结构其实是邓氏家族、公司 CEO 盛百椒和个体分销商共同组建的百丽投资的延伸，只不过百丽投资的相关业务最终转移给了百丽国际。而且在公司后来的业务和渠道整合中，实际不少个体分销商已收编为公司的管理层。通过与公司高管的共同持股，百丽成功解决了现代企业制下所有权和控制权分离所带来的道德风险，即拥有更多关于企业内部信息的经理可能会利用信息优势损害所有者的利益，同时也留住了公司最核心的竞争力——高级管理人才。相对较高的管理层持股比例最大程度发挥了他们的主观能动性，大大推动了公司经营的快速增长，在渠道扩张方面也是如此。据统计在成立百丽投资的 2002 年，分销商在内地经营的零售店数目为 600 间，而到 2004 年 4 月，百丽投资在中国实际控制的零售网点已达到 1681 家，短短两年增幅达到 180.17%。

图 12 百丽上市后的股权结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

6、强大的并购整合能力

2007 年上市后的百丽，凭借雄厚的资本成功地进行了一系列的收购，不仅加大了其在国内和港澳地区鞋业的布局，拓宽了其品牌组合，同时顺利涉足国内男鞋领域，迈出了从“女鞋之王”向“鞋业之王”的重要一步。回顾公司的成长历史，除了其在实体产业强大的经营能力外，充分利用资本

市场的进行并购整合也是一个关键因素。通过外延式的收购兼并，可以突破实体经营的瓶颈，实现更短时间内规模的更快速扩张，从而进一步提高公司市场占有率、获得更多新的盈利来源。

我们知道品牌的并购是存在风险的，并不是所有的品牌并购都能成功，并为企业带来良性的增长，关键还在于并购后的整合能力。公司 2007/2008 年新并购的业务成功地在并购 2 年后的 2010 年实现快速增长，不仅同店销售增长超过平均水平，整体销售规模增长也超过平均水平，这其中有所提到的公司在产品市场上的强大经营优势，同时还离不开对所收购品牌缜密的考量判断、清晰的战略规划和完善的整合流程规划。

首先，公司于 2007 年年底及 2008 年年初进行的几项鞋类业务并购，是基于本集团长期发展以及多市场覆盖的战略考虑。其中，森达业务的并购，主要是增加中档鞋类市场中略低档次细分市场的覆盖，该细分市场容量很大，拓展空间十分广阔。对于妙丽业务的并购，主要是完善中高档时尚女鞋的品牌组合，以差异化的产品对本集团原有中高档品牌进行有益的补充。而美丽宝业务的并购，则一方面是拥有中高档品牌真美诗，将其纳入垂直供应链管理模式，另一方面是取得对于高档国际休闲鞋品牌及户外鞋品牌的覆盖。

其次，对所收购品牌整合有着成熟的流程规划，即新并购业务的整合过程通常经历了三个阶段。第一个阶段是内部资源与业务流程的重组，调整和优化；第二个阶段是店铺网络拓展；第三个阶段是在内部磨合完毕，规模效应初步展现的基础上，不断提高品牌的美誉度、完善货品结构，由单点销售规模的持续扩大，带动营业效率与盈利能力的不断提升。前两个阶段是投资期，需要在财力与人力资源上进行可观的投入；收获期主要集中于后期的第三阶段。公司通过对所收购品牌完善科学的后续规划，同时将其融入其强大的供应链平台，使得被购品牌基本都在 2—3 年左右开始进入良性发展阶段。

四、寻找女鞋行业百丽之外的潜力企业：星期六

我们分析百丽的成长历史和成功经验，除了挖掘和学习一个优秀企业身上的突出优点外，同时更想寻找行业内正处于经营拐点、未来有较大上升预期和上升空间的潜力公司，**我们的答案是星期六（002291）目前具有这样的潜质。我们的理由主要包括如下：**（1）中国女鞋市场足够的消费容量和相对稳定的品牌格局为已有优势企业提供了更多的机会；（2）公司目前的发展阶段正处于历史低点，一系列经营管理策略的改进和完善已经并且将持续发挥效益；（3）国内城市化的推进和未来商业渠道的不断下沉将为除百丽以外的中高档高端女鞋领域第一梯队的企业提供更大的市场空间和更多的平等发展机会；（4）行业巨无霸百丽的存在既是压力，也为星期六提供了很好的学习机会。

当然由于不同历史阶段的宏观经济环境、商业环境、以及企业本身的历史特质等不同，我们预计星期六不会简单复制百丽的发展轨迹，但在总结巨人经验得失的基础上，公司可以节省更多的时间，避免较多的成长弯路，同时在中国经济持续欣欣向荣的大背景下，城市化的推进和未来商业渠道的不断下沉将为中高端女鞋消费带来更多的市场空间，作为行业内第一梯队的企业，在共同开拓空白市场的时候公司将获相对更为均等公平的机会。

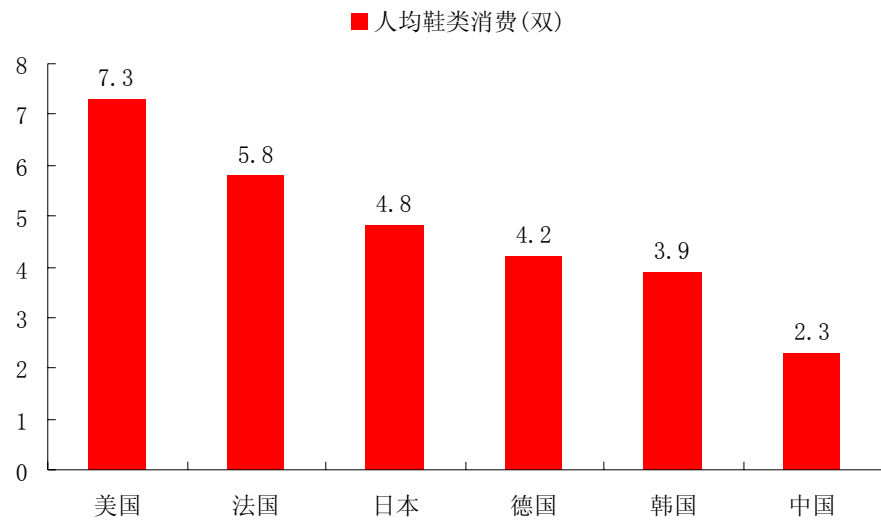
（1）中国女鞋市场足够的消费容量和相对稳定的品牌格局为已有优势企业提供了更多的机会。

随着中国经济的高速增长，城镇化的加快，国人消费能力的增强，近几年中国女皮鞋市场呈现持续快速发展势头。根据 CIIC 对全国 270 家百货商场品牌女皮鞋销售情况的调查显示，**从 2003 年**

到 2008 年，女皮鞋销售量和销售额年平均增长分别为 15.54%、39.19%，远超过零售业的平均增速和鞋类产品的行业消费增速。

从绝对量来看，中国目前鞋类产品年人均年消费不到 1.7 双，而美国、法国、日本、德国、南韩等发达国家分别为 7.3、5.8、4.8、4.2、3.9 双，中国人均鞋类消费水平与这些国家比较尚存在较大市场空间，后续随着国内经济的持续快速增长、消费能力的不断提升以及消费观念的更新变化（不同的鞋满足不同场合的需要），中国鞋类产品消费市场未来潜在提升空间巨大。

图 13 主要国家人均鞋类消费



资料来源：SATRA Technology Centre，东方证券研究所整理

我们认为，随着女性经济能力的进一步提升以及对美和生活品质的更高追求，特别是“80 后”和“90 后”两大消费群体逐步成为“十二五”期间的主流消费人群，未来国内女鞋市场的需求量仍继续保持远超过零售业的平均增速和鞋类产品的行业消费增速。

与服装和家纺企业不同，中高档女鞋领域基本都是全国性的品牌，销售模式以中高档商场直营专柜为主，且大多从一线城市商场开始逐步再向二/三线城市渗透，这样的发展模式使得后来者的进入壁垒很高，**相对于已经处于行业第一梯队的企业而言，其受到的竞争威胁比服装和家纺龙头企业要小很多，也就是现有的领先企业先发优势十分明显。**他们要做的就是伴随连锁百货商场的渠道扩张和下沉选择适合自身定位的渠道渗透策略，同时积极跟上百货业态的创新和新百货品牌出现的步伐。从某种程度而言，以前十名为主的中高档女鞋品牌的竞争格局已经基本形成，未来主要看他们之间的竞争和市场份额的变化。

从国内外各行业发展的历史经验看，单寡头的竞争格局很难成为一个稳定可持续的状态，往往一个行业双寡头的竞争格局是一个更为稳定、对上下游而言也是一个更为均衡的状态。百丽的强势是一个不争的事实，在短期内估计也难以改变，但从商场等渠道资源角度也希望培育更多竞争品牌以保持行业更健康持久的发展环境，对于星期六这样已经处于行业第一梯队的企业而言，未来也会获得更多的发展机会。

(2) 公司目前的发展正处于历史低点，未来盈利增速和质量将齐头并进

我们认为 2010 年将成为公司发展过程中的低点，公司 2010 年业绩不如人意的主要原因是上年新开店一般导致收入增长一般，同时当年大规模新开店和品牌推广加大导致期间费用率大幅上升，而对历史存货的处理对部分季度毛利率产生波动，另外从 2010 年开始公司所得税率由原先的 12.5% 提升到 25% 也是一个重要原因。

未来随着公司多品牌策略的更加丰富鲜明、渠道扩张的持续快速增长和品牌推广的日益灵活高效，我们预计公司从 2011 年开始将迎来经营业绩持续的快速增长。从营业收入看，未来新店的外延式增长（每年估计新开店 400 家左右）和老店的同店增长将共同推动公司销售收入的增加，我们预计公司未来 3 年营业收入的年复合增长率至少在 30% 以上。从盈利能力看，随着其他两个品牌 SAFIYA（索菲娅）和 FONDBERYL（菲伯丽尔）品牌日益成熟，以及公司在原先相对薄弱的夏季产品开发上的力度逐步增强和对上游供应商的整合力度加强，我们预计公司未来综合毛利率水平将保持稳定上升态势。从期间费用比率而言，随着销售收入的快速释放，期间费用的比率相对 2010 年将有明显的下降，而从 2011 年开始所得税率也将不会有新的变化，因此公司从 2011 年开始的盈利增速将明显超越收入增长。

我们认为 2010 年是公司经营的拐点，不仅是因为 2011 年开始公司将迎来业绩的快速增长期，同时公司的其他财务指标也将得到明显改善。目前困扰市场对公司判断的主要问题是高企的存货及由此引发的经营现金流不佳的问题。历史数据显示，公司 2006 年至 2009 年存货周转率分别为 4.01、2.77、1.73 和 1.24，2010 年前三季度公司存货周转率为 0.75。我们认为 2008 年之前公司存货周转率的下降主要是新开自营店快速增长所致，而 2008 年特别是 2009 年之后存货周转率的明显下降主要受上市进度推迟、上市前集中铺货而开店受宏观环境影响低于预期和 2010 年几乎没有春天导致一次性备货积压（近 1 亿多）等因素累计影响。但从 2010 年特别是下半年开始公司已经对历史遗留存货进行了重点处理并对新销售周期内的存货发生进行了更严格的管控，并取得了良好的效果，从存货金额看，从第三季度开始也基本止住了上升的势头（三季度的存货比中期末增加不多），预计年底存货绝对额与中期末基本持平。

根据我们的了解，目前公司内部对存货的管控实行非常严格的考核指标：在一个销售周期内，新品的售罄率指标是 70%，老品的售罄率指标是 80%，新品剩余的 30% 和老品剩余的 20% 之中的 20% 要求在过渡季节销售完毕，再剩余部分要求在第二年的同季节销售完毕。**未来针对存货的管控公司将对各区域营销中心制定更为严格的奖惩措施，公司也会通过逐步完善销售终端数据库、建立买手制度、降低销售的首单、补货的比率等措施从本质上推动存货周转率的提高。**我们认为这样严格的销售和存货管控的全面实施需要一段时间，但对存货指标的管理关系到公司经营的质量和持续发展的能力，因此也将是公司未来经营主抓的重点工作之一。随着存货管理工作的严格推进和销售收入本身的快速释放，我们预计 2011 年开始公司存货周转率将明显改善，有望在 2012 年或 2013 年逐步接近行业平均的 2 的水平。随着存货周转率的提高，公司的经营活动现金流问题也将迎刃而解，公司的盈利质量也得到大幅的提升。

（3）国内商业渠道的不断下沉将为星期六提供更大的市场空间和更多的平等发展机会

正如我们在前文指出的，中高档女鞋品牌绝大部分以一线城市的商场直营店起步，然后逐步向二/三线城市渗透的。随着城市化的推进，二/三/四线城市消费能力的不断提升，国内商业渠道和品牌的下沉将是一个中长期的趋势。目前在一线城市由于前期发展阶段不同等历史原因，星期六与百丽之间的差距短期难以改变，但在商业渠道向二/三/四城市下沉的过程中，星期六作为中高档女鞋行业第一梯队的公司除了可以获得更多的市场空间外，在渠道下沉布局空白市场的过程中，与行业巨头百丽的在发展机会和资源获得等方面的差距有望逐步缩小，从星期六 2010 年在二/三线城市的渠

道拓展实际经历也佐证了这一点——不少新商场渠道在女鞋品牌招商中，给予百丽 4/5 个柜台，而给予星期六 3 个柜台，而不像大部分一线城市女鞋楼面百丽占 7/8 个柜台，星期六只占 1/2 个柜台。国内商业渠道不断下沉打开的新市场空间将为女鞋领域第一梯队的品牌提供新的市场排座机会。

(4) 百丽的成功经验为星期六提供了很好的学习机会

星期六和百丽历史渊源是业内皆知的历史，因此两家企业对彼此的了解应该是更甚于普通的同行。作为后来者，星期六的经营策略和模式很大程度上参照了百丽这个行业标杆：多品牌的运营策略、类纵向一体化的经营模式、以商场直营为主的销售模式，甚至公司旗下的多个品牌定位也在无形中与百丽下属的一些品牌形成遥相对应的关系（如星期六之于百丽、索非娅之于天美意、菲泊丽尔之于他他、MOOFFY 之于思加图）。

与百丽自 20 世纪 90 年代中期初步确立国内女鞋品牌零售商的地位相比，星期六的发展明显在时间上落后了一大截，公司基本是从那个时候才开始创立，然后从没有资金、品牌和渠道的基础上经过十多年的发展成为目前国内中高档女鞋品牌领域第一梯队的企业（主品牌在行业排名前四名）。而百丽后续借助上市后资源和资金实力通过一系列兼并收购在短时间内实现了规模的更快扩张，将两者的差距进一步拉大。因此将两者进行简单的比较是不合理的。**我们想要指出的是：百丽的存在对星期六而言是压力，但也是很好的学习榜样。尽管由于不同历史阶段的宏观经济环境、商业环境、以及企业本身的历史特质等不同，我们预计星期六未来不会简单复制百丽的发展轨迹，但在总结巨人经验得失的基础上，公司可以节省更多的时间，避免较多的成长弯路。**

星期六对百丽的学习并不是简单的模仿，而是结合了行业未来的发展趋势和自身的业务基础不断进行选择性的吸收学习，这样的学习追赶最终会体现为公司与百丽差距的逐步缩小。比如同样是多品牌，与百丽内部各品牌充分差异化不同，公司集中优势资源，提出“单纯一致性”的多品牌策略，即所有品牌均围绕和突出“时尚”这一核心特色，但同时又各具特色，各有侧重，覆盖不同人群在不同场合的需要。“单纯一致性”品牌策略的益处在于各品牌之间能够充分联动，互相促进，同时市场上又能树立公司更鲜明的品牌形象。比如在生产经营上，百丽几乎可以涵盖从原料采购到成品生产的所有环节（少量外包），因此人力资源需求量（员工 7 万人左右），而星期六将生产中的大部分环节外包，自身只选择抓设计开发和组装成型的两头环节。在人力资源的消耗上更多是一个轻公司（星期六员工在 4500 人左右），或者说从女鞋业务的人均产出上星期六是高于百丽的。从目前看，国内人力成本的持续上升将是一个长期趋势，**因此公司在经营模式上更轻的人力消耗从长期看也许会成为有利的因素。当然对于自身前期发展中的一些不足，公司也在积极吸取百丽的成功经验，比如对存货的管控，已经成为星期六的一项重点工作。**我们在前文总结百丽成功经验的时候其中一条就是其精细化的存货管理方式——百丽在各销区制定了存货管理人员负责监察存货水平，公司对于存货管理通过数量管理、库龄管理和结构管理三个维度进行严格控制，保证了多年业内领先且较为稳定的存货管理水平。而百丽不到 50% 的首单铺货也在源头上为实现良好的存货周转率打下了坚实的基础。目前星期六公司内部对存货的管控设有明确严格的考核指标（上文已述），未来公司将对各区域营销中心制定更为严格的奖惩措施，同时公司也将学习百丽通过逐步完善销售终端数据库、建立买手制度、降低销售中首单的比重等措施从源头上推动存货周转率的提高。**再比如百丽多元化的股权结构（管理层较多持股带来的激励）对经营效率的提升帮助，我们预计在不远的将来也将成为公司战略选择的一部分。**对于女鞋这样充分竞争的行业、龙头企业的示范和同行者的追赶（估计后续会有更多的女鞋品牌发行上市）使得人才的争夺和充分的激励机制将成为每个有志于提升自身竞争力的企业的必然选择。另外比如百丽上市后的兼并收购策略，对于星期六目前阶段来说还无法马上学习效仿，但随着公司规模扩大和竞争力的提升，作为 A 股市场首先上市的女鞋企业，未来一切皆有可能。

我们目前维持对星期六的盈利预测，预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年盈利增速分别为-4%、57%和 50%，预测每股收益分别为 0.40 元、0.63 元和 0.95 元，目前从 P/E 角度考量，星期六要高于百丽，但两者的发展阶段和规模基数也不一样，未来的增长速度也不同。从 P/S 角度考量，剔除价值较低的运动服饰代理业务，百丽鞋业的 P/S 在 7—8 倍左右，而星期六仅为 5 倍左右，未来仍有较大上升空间。维持对星期六的“买入”评级。

附表：财务报表预测与比率分析（星期六（002291））

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1714	1718	1795	2086	营业收入	880	1114	1490	2000
现金	970	769	645	683	营业成本	466	577	769	1030
应收账款	223	289	386	518	营业税金及附加	0	9	12	16
其它应收款	10	13	18	24	营业费用	203	290	362	456
预付账款	35	69	92	124	管理费用	50	78	101	134
存货	448	578	654	738	财务费用	9	7	5	4
其他	28	0	0	0	资产减值损失	23	11	14	19
非流动资产	93	159	298	352	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	64	108	230	277	营业利润	129	143	227	342
无形资产	21	20	20	19	营业外收入	2	3	3	3
其他	8	31	49	56	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1806	1877	2093	2438	利润总额	131	146	230	345
流动负债	437	405	449	535	所得税	17	37	57	86
短期借款	164	135	120	100	净利润	114	110	172	259
应付账款	27	29	38	51	少数股东损益	0	0	0	0
其他	246	241	290	384	归属母公司净利润	114	110	172	259
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	143	157	245	366
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.53	0.40	0.63	0.95
其他	0	0	0	0					
负债合计	437	405	449	535	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	215	273	273	273	成长能力				
资本公积	889	831	831	831	营业收入	14.4%	26.6%	33.7%	34.2%
留存收益	266	368	540	799	营业利润	8.9%	11.1%	58.4%	50.8%
归属母公司股东权益	1369	1472	1644	1903	归属于母公司净利润	10.6%	-3.6%	57.2%	50.1%
负债和股东权益	1806	1877	2093	2438	获利能力				
					毛利率	47.0%	48.2%	48.4%	48.5%
现金流量表					净利率	12.9%	9.8%	11.6%	12.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	8.3%	7.5%	10.5%	13.6%
经营活动现金流	-67	-88	45	132	偿债能力				
净利润	114	110	172	259	资产负债率	24.2%	21.6%	21.4%	21.9%
折旧摊销	5	7	13	20	净负债比率	37.59%	33.32%	26.73%	18.69%
财务费用	9	7	5	4	流动比率	3.92	4.24	4.00	3.90
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.84	2.75	2.47	2.46
营运资金变动	-208	-216	-150	-157	营运能力				
其它	13	5	5	6	总资产周转率	0.69	0.61	0.75	0.88
投资活动现金流	-45	-70	-150	-70	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	45	70	150	70	应付账款周转率	16.60	20.56	22.86	22.90
长期投资	0	0	0	0	每股指标（元）				
其他	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.40	0.63	0.95
筹资活动现金流	926	-43	-20	-24	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	-0.32	0.17	0.48
短期借款	78	-29	-15	-20	每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.40	6.03	6.98
长期借款	-20	0	0	0	估值比率				
普通股增加	55	58	0	0	P/E	36.59	48.12	30.61	20.39
资本公积增加	872	-58	0	0	P/B	3.04	3.59	3.21	2.77
其他	-59	-14	-5	-4	EV/EBITDA	32	29	19	13
现金净增加额	814	-201	-124	38					

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn