

女鞋主业持续承压，遥望网络并表促业绩增长

——星期六(002291.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

中性(维持)

当前价: 5.04 元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞(执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 6.59

总市值(亿元): 33.20

一年最低/最高(元): 3.75/6.89

近3月换手率: 17.96%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.81	-7.79	-24.56
绝对	2.84	-1.47	-9.66

资料来源: Wind

相关研报

女鞋主业压力仍存，收购遥望网络布局移动营销

..... 2018-09-09

业绩恢复增长，时尚IP生态圈建设加速

..... 2017-09-11

主业压力仍存，时尚IP生态圈布局可期

..... 2016-11-03

女鞋主业仍处调整期，打造时尚IP生态圈

..... 2016-09-01

◆19H1 收入增 21%、净利增 106%，主要受益于遥望网络收购并表

2019 年上半年公司实现收入 8.91 亿元、同增 21.11%，归母净利润 6084.49 万元、同增 106.24%，扣非净利 6000.54 万元、同增 104.95%，EPS 为 0.11 元。净利增速高于收入主要由于收购遥望网络并表、期间费用率下降。剔除遥望网络并表影响 2019H1 公司收入 6.39 亿元、同降 13.12%，主要由于女鞋主业及 Onlylady、闺蜜网互联网广告收入下降，归母净利润 1581.70 万元、同降 46.39%，主要由于资产减值损失增加。

分季度来看，2018Q1-19Q2 公司收入同增-8.69%、-4.99%、+16.40%、+6.90%、+18.29%、+23.82%，归母净利润同增 66.67%、-4.70%、亏损扩大、亏损收窄、+11.15%、+284.44%。2019 年 3 月公司收购并表互联网营销公司遥望网络，带动 19Q1-Q2 收入增速环比逐季提升、利润同比保持增长，19Q1 公司利润增速低于收入主要由于毛利率下降、管理费用率提升，19Q2 净利增速高于收入主要由于并表后期间费用率下降。

◆19H1 女鞋净关店、线下收入下滑，互联网广告收入显著增长

分业务来看，2019H1 公司服装鞋类、互联网广告业务收入为 5.70 亿元、3.20 亿元，同增-12.40%、283.63%，收购遥望网络带动互联网广告收入显著增长。

鞋类业务分渠道看：19H1 公司线下、线上收入同增-15.08%、5.63%至 4.81 亿元、8904.84 万元，公司调整低效店铺，2019 年 6 月底共有店铺数量 1352 家、外延同降 9.32%，其中自营店 974 家、同降 15.89%，分销店 378 家、同增 13.51%，公司直营渠道仍处于调整优化阶段。19H1 公司平均店效同降 6.35%至 35.56 万元，主要由于皮鞋消费较为疲软、行业竞争较为激烈。

鞋类业务分品牌来看：19H1 星期六、索菲娅、菲伯丽尔、迪芙斯及其他品牌分别实现收入 3.13 亿元、6560.41 万元、4127.06 万元、8372.35 万元、6635.11 万元，同增 0.75%、-8.18%、-11.40%、-35.54%、-27.86%。公司主品牌体量较大，品牌影响力较强，在女鞋消费较为疲软环境下收入保持稳定，小品牌收入同比下滑。

互联网广告业务方面，2019H1 遥望网络一方面覆盖传统网络广告投放业务，另一方面进行微信及短视频等社交直播平台的营销广告布局，搭建连接广告主和公众号的“微小盟”平台，平台累计授权公众账号数量超过 1.2 万个。遥望网络持续与社交平台、电商平台以及时尚品牌合作进行整合营销、全面引流，带动互联网广告收入保持增长。剔除并表影响 2019H1 公司互联网广告收入同降 19.30%至 6721.40 万元，Onlylady、闺蜜网等平台加强与电商、直播、短视频等平台合作，但受美妆平台流量竞争激烈等影响收入同比下滑。

◆19H1 毛利率、费用率降，存货规模仍然较大

毛利率：2019H1 公司毛利率同降 4.63PCT 至 52.18%，主要由于低毛利率互联网广告业务收入占比提升，其中鞋类业务、互联网广告业务毛利率为 61.09%、36.40%，同增 4.15PCT、-20.19PCT，公司加强品牌价格管控带动

鞋类业务毛利率同比增长，互联网广告业务毛利率下降主要由于遥望网络并表、毛利率相对较低。

18Q1-19Q2 公司毛利率为 54.61% (-0.97PCT)、58.93% (+5.06PCT)、50.72% (-2.48PCT)、52.97% (-15.83PCT)、50.42% (-4.19PCT)、53.81% (-5.12PCT)，2019 年互联网广告收入占比提升导致毛利率同比下降。

期间费用率：19H1 公司期间费用率同降 12.95PCT 至 39.24%，其中销售费用率同降 11.46PCT 至 27.64%，主要由于收购并表以及职工薪酬、广告宣传及租赁等费用支出减少；管理费用率（包括研发费用）同降 0.98PCT 至 7.64%，主要由于职工薪酬控制等影响；财务费用率同降 0.51PCT 至 3.96%，主要由于并表影响。

其他财务指标：

1) 2019 年 6 月底公司存货为 13.56 亿元，较期初降 3.78%，其中库存商品为 12.66 亿元，较期初减少 0.78 亿元，主要由于公司通过线上渠道清理库存。19H1 公司存货收入比、存货周转率为 152%、0.31（18H1 为 187%、0.23），存货周转率提升主要由于收购并表影响。

2) 2019H1 公司资产减值损失为 3565.04 万元，18H1 为 -1062.99 万元，主要由于公司对存货库龄增加导致跌价减值增加。

3) 2019H1 经营性现金流量净额同降 10.90% 至 6400.97 万元，主要由于公司购买商品及接受劳务支付的现金同增 87.56%。

◆遥望网络并表促业绩增长，预测 1-9 月净利增 420%~470%

公司预测 2019 年前三季度归母净利润为 1.03 亿元~1.12 亿元，同比增长 420%~470%，主要由于 2019 年 3 月遥望网络收购并表。

我们认为：1) 女鞋业务方面，受消费环境低迷影响，公司女鞋主业压力较大、仍处于调整阶段，未来渠道优化及收入复苏进度需持续关注；2) 互联网广告业务方面，Onlylady 和闺蜜网受行业竞争激烈影响收入有所下滑，遥望网络从事互联网广告投放及代理等数字营销服务，持续拓展社交电商、微信等平台，并表有望带动整体收入持续增长。3) 利润方面，公司控制折扣力度，优化女鞋主业盈利能力，未来将进一步加强控费，但存在存货减值风险影响利润表现；遥望网络原股东承诺 2018-20 年扣非净利不低于 1.6/2.1/2.6 亿元，2018 年实现扣非归母净利 1.68 亿元，超过承诺数 836.95 万元，完成率为 105.23%，2019 年 3 月并表后有望增厚公司全年利润水平。4) 2019 年 8 月 16 日公司与控股股东星期六控股签署《财务资助协议》，星期六控股拟于 12 个月内向公司提供总额不超过 3 亿元人民币的财务资助，补充公司流动资金、支持业务发展。

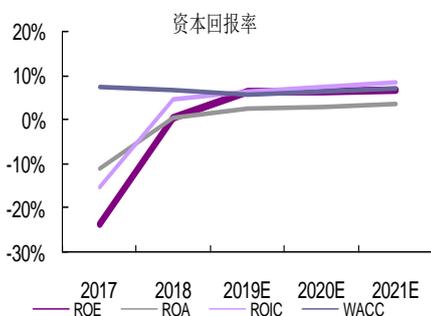
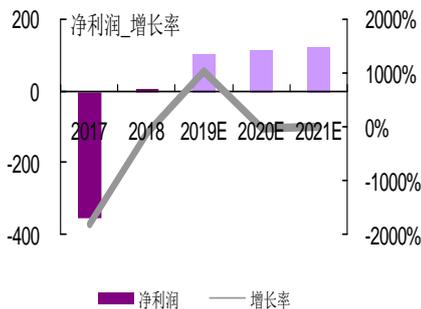
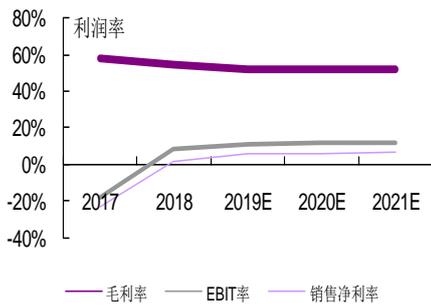
由于遥望网络并表增厚利润，我们上调 2019-20 年 EPS 预测为 0.16/0.17 元（原值为 0.07/0.09 元），预测 2021 年 EPS 为 0.19 元，目前股价对应 2019 年 32 倍 PE，维持“中性”评级。

◆**风险提示：**行业竞争加剧、库存减值损失大幅增加、收购标的未完成业绩承诺等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,504	1,532	1,958	2,032	2,112
营业收入增长率	1.30%	1.87%	27.81%	3.78%	3.97%
净利润 (百万元)	-352	9	104	114	127
净利润增长率	-1789.31%	-102.54%	1058.79%	9.84%	11.57%
EPS (元)	-0.88	0.02	0.16	0.17	0.19
ROE (归属母公司) (摊薄)	-23.67%	0.60%	6.47%	6.64%	6.89%
P/E	-6	225	32	29	26
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 23 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,504	1,532	1,958	2,032	2,112
营业成本	634	701	937	972	1,013
折旧和摊销	55	63	9	9	10
营业税费	20	19	25	20	21
销售费用	568	586	548	559	570
管理费用	126	100	147	152	158
财务费用	53	78	84	84	77
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-7	-9	0	0	0
营业利润	-327	25	142	158	177
利润总额	-325	23	142	158	177
少数股东损益	5	8	3	5	6
归属母公司净利润	-352	9	104	114	127

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,184	3,073	3,912	3,764	3,501
流动资产	2,491	2,414	3,340	3,191	2,930
货币资金	242	155	489	406	317
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	757	777	724	751	781
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	30	47	25	24	23
存货	1,379	1,409	2,005	1,909	1,706
可供出售投资	23	8	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	40	33	33	33	33
固定资产	118	112	94	90	86
无形资产	35	31	30	34	36
总负债	1,673	1,556	2,290	2,022	1,627
无息负债	1,378	1,065	1,210	1,257	1,214
有息负债	295	491	1,080	766	412
股东权益	1,511	1,516	1,623	1,741	1,874
股本	399	399	659	659	659
公积金	1,019	1,020	770	781	794
未分配利润	68	77	170	272	386
少数股东权益	24	20	23	28	34

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	131	190	-188	326	348
净利润	-352	9	104	114	127
折旧摊销	55	63	9	9	10
净营运资金增加	-206	337	552	-196	-219
其他	633	-218	-853	399	430
投资活动产生现金流	-431	-93	18	-10	-8
净资本支出	-61	-50	10	-10	-8
长期投资变化	40	33	0	0	0
其他资产变化	-410	-75	8	0	0
融资活动现金流	301	-169	505	-399	-430
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	137	196	589	-314	-353
无息负债变化	395	-312	144	47	-42
净现金流	2	-72	335	-83	-89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.30%	1.87%	27.81%	3.78%	3.97%
净利润增长率	-1789.31%	-102.54%	1058.79%	9.84%	11.57%
EBITDA 增长率	-282.88%	-193.85%	17.59%	6.90%	4.57%
EBIT 增长率	-490.28%	-151.18%	64.30%	7.25%	4.60%
估值指标					
PE	-6	225	32	29	26
PB	1	1	2	2	2
EV/EBITDA	-11	14	19	16	14
EV/EBIT	-9	20	20	17	15
EV/NOPLAT	-8	26	26	23	20
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	1	1	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	57.82%	54.22%	52.14%	52.13%	52.04%
EBITDA 率	-14.20%	13.08%	12.04%	12.40%	12.47%
EBIT 率	-17.89%	8.99%	11.55%	11.94%	12.01%
税前净利润率	-21.59%	1.50%	7.26%	7.79%	8.39%
税后净利润率 (归属母公司)	-23.41%	0.58%	5.29%	5.60%	6.01%
ROA	-10.90%	0.56%	2.72%	3.15%	3.80%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-23.67%	0.60%	6.47%	6.64%	6.89%
经营性 ROIC	-15.32%	4.72%	6.35%	7.35%	8.44%
偿债能力					
流动比率	1.73	1.84	1.63	1.79	2.12
速动比率	0.77	0.77	0.65	0.72	0.88
归属母公司权益/有息债务	5.04	3.05	1.48	2.24	4.46
有形资产/有息债务	9.10	5.23	3.21	4.33	7.40
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.88	0.02	0.16	0.17	0.19
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.33	0.48	-0.28	0.49	0.53
每股自由现金流(FCFF)	0.85	-0.59	-0.44	0.70	0.77
每股净资产	3.73	3.75	2.43	2.60	2.79
每股销售收入	3.77	3.84	2.97	3.08	3.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼