

日期: 2014年1月10日

行业: 纺织服装



张凤展

021-53519888-1932

zhangfengzhan@shzq.com

执业证书编号: S0870511030001

立足于三四线城市的运动休闲品牌

IPO 询价区间 RMB 7.0-8.4
 首日定价区间 RMB 6.7-8.04

基本数据 (IPO)

新股发行数量不超过 (百万股) 100
 发行后总股本不超过 (百万股) 6
 保荐机构 西南证券

主要股东 (IPO 前)

贵人鸟集团 92.26%
 亿兴投资 4.74%
 贵人鸟投资 2%

收入结构 (MRQ)

经销商 99.39%
 零售 0.62%

报告编号: ZB14-NSP02

首次报告日期: 2014年1月10日

■ 投资要点

行业整体不景气

运动服饰整体行业继续不景气。2012 年以来上市公司收入出现负增长, 2013 年 H1 收入进一步下滑。尽管运动服饰的库存状况开始好转, 但需求端并没有出现明显好转。公司已经完成了 2014 年春、夏和秋三季的订货会。发行人 2014 年春季订单较 2013 年春季订单下降约 12.54%, 虽然 2014 年秋季订单较 2013 年秋季订单增长约 2.20%, 但不排除 2014 年全年收入和利润受运动鞋服行业影响继续下滑。

上市 6 个月内的估值区间为 6.7-8.04 元

初步估计, 2013~2015 年公司归属于母公司的净利润分别为 4.17 亿、3.8 亿、4.43 亿, 增速分别为 -20.87%、-9.03%、16.69%。我参照行业平均水平, 给予公司 2013 年 10-12 倍估值, 公司市值 41.7-50.04 亿。

本次发行不超过 10,000 万股, 且不低于 5,834 万股, 募集资金净额 88,220.54 万元。按照发行后股本 (假设新增发行 10000 万股) 计算, 我们预测公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.61 元、0.71 元。对应合理定价区间为 6.7-8.04。

由于按照公司的合理定价区间, 我们预计公司所能募得资金不足 8.8 亿元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2855.43	2435.65	2310.59	2466.31
年增长率	7.80%	-14.70%	-5.13%	6.74%
归属于母公司的净利润	527.97	417.76	380.02	443.44
年增长率	29.46%	-20.87%	-9.03%	16.69%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.84	0.67	0.61	0.71

注: 有关指标按最新总股本计算

一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

公司主要从事贵人鸟品牌运动鞋、运动服装的研发、设计、生产和销售。公司品牌定位于大众消费市场，产品侧重于运动休闲鞋服，营销网络重点布局国内二、三、四线城市市场，生产模式为自主生产和外包生产相结合，销售模式以向经销商批发销售为主。

1.2 行业竞争结构及公司的地位

1.2.1 市场容量

我国运动鞋及运动服装市场容量逐渐扩大，根据 Euromonitor3 的研究数据，2006 年至 2010 年间，我国运动鞋销售额由 304.85 亿元增长至 541.53 亿元，年复合增长率 15.45%，2010 年运动鞋销售额占国内鞋类产品总销售额的 26.55%。2006 年至 2010 年间，我国运动服销售额自 280.52 亿元增长至 669.95 亿元，年复合增长率 24.31%，2010 年运动服销售额占国内服装类产品总销售额的 6.40%。根据 Euromonitor 的预测，2015 年我国运动鞋销售额将达到 929.93 亿元。2015 年我国运动服销售额将达到 1,424.32 亿元。

2011 年 5 月国家体育总局发布的《体育产业“十二五”规划》明确了体育产业增加值的发展目标，即中国体育产业增加值以平均每年 15% 以上的速度增长，到“十二五”末期，体育产业增加值超过 4,000 亿元人民币，占中国国内生产总值的比重超过 0.7%。合增长率 11.96%。

1.2.2 竞争格局

我国运动鞋服行业集中度较高，根据 Euromonitor 的运动鞋服行业调研结果，2010 年度中国运动鞋服行业前十大品牌合计占国内运动鞋零售市场份额的 73.52%、占国内运动服装零售市场份额的 62.40%。主要国际品牌及国内品牌包括耐克、李宁、阿迪达斯、安踏、361 度、特步、匹克、乔丹、贵人鸟和彪马等。

(1) 一线城市市场的竞争概况

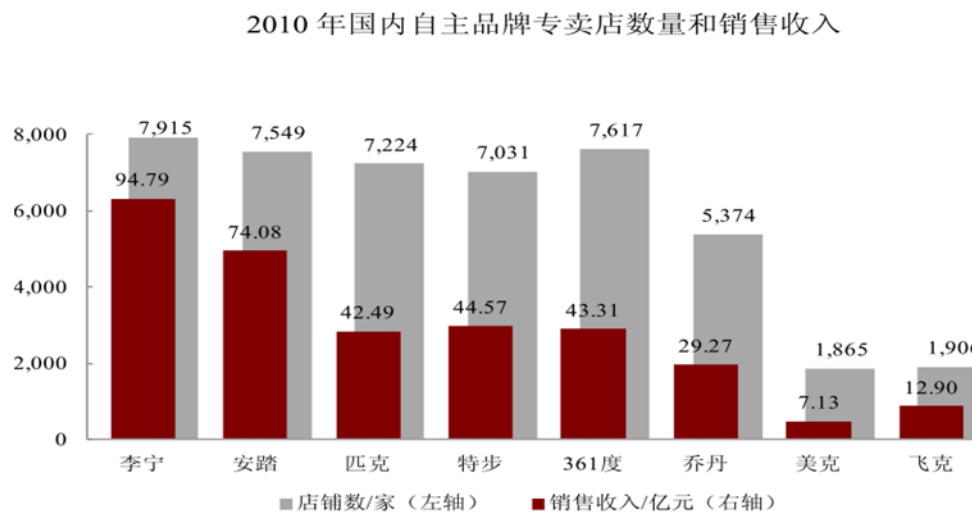
以耐克和阿迪达斯为代表的国际知名运动品牌凭借其雄厚的资金实力、前沿的设计理念和强大的品牌推广与市场营销能力，占据了一线城市运动鞋服市场的领导地位。近年来李宁、安踏等国内

领先运动品牌设计理念逐渐成熟、营销网络布局趋于完善。随着我国消费者品牌观念日趋理性，国际知名品牌在一线城市市场面临国内品牌的挑战。

(2) 二、三、四线城市市场的竞争概况

361度、特步、乔丹和贵人鸟等近年迅速崛起的民族品牌已经逐步建立起完善的营销网络，在二、三、四线城市运动鞋服市场优势尤为突出。由于二、三、四线城市居民平均收入低于一线城市，消费者价格敏感度相对较高；因此国内部分运动品牌重点布局于二、三、四线城市市场，并通过集中的营销网络布局、适合二、三、四线城市消费者的定价策略、有针对性的市场营销推广和紧跟潮流的研发设计理念在二、三、四线城市逐渐发展壮大。

图1 国内品牌专卖店数量及收入



数据来源：各上市公司报告

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

1.2.3 行业趋势

随着我国居民收入稳步增长、健康意识逐渐提升，同时以社区为基础的全民健身计划全面铺开，体育运动不再局限于运动员和体育爱好者之间，而成为了人民群众日常休闲活动的重要组成部分。

运动行业生活化、休闲化、时尚化的潮流推动运动鞋服市场分化为“专业运动”与“运动休闲”两大细分领域。专业运动类产品以功能性为首要考虑因素，辅以舒适性和时尚性设计。运动休闲类产品则首先考虑舒适性和时尚性，辅以功能性设计。

运动休闲品牌及其相关产品的主要消费群体不但包括喜爱及从事专业运动的消费者，还覆盖了更广大的普通消费者，以满足其日常休闲生活的穿着需求。根据广州零点市场调查有限公司（以下简称“零点”）的调查结果⁴，运动鞋服在日常工作学习和休闲场合的穿着比例明显高于运动场合。因此，包括耐克、阿迪达斯在内的众多国际知名运动品牌皆推出并大力发展其运动休闲系列产品，甚至开辟了独立的运动休闲产品营销网络体系。

不利因素

零售终端租赁成本上涨

2009 年以来，我国部分城市商业地产租金增速较快，运动鞋服企业集体提高了产品售价以保证其毛利率稳定并对冲零售成本上升的风险。零售终端租赁成本上升对运动鞋服行业的新进入者以及规模较小、实力较弱、不具有定价权的运动鞋服企业将产生不利的影 响，其利润率将受到挤压，可能被迫退出运动鞋服行业，因此未来运动鞋服行业的集中度将相应上升。

全球品牌的竞争

凭借雄厚的资金实力、前沿的设计理念和强大的品牌推广与市场营销能力，耐克、阿迪达斯等国际知名运动鞋服品牌仍是一线城市市场的领导者，尤其在专业和高端运动鞋服产品方面，短时间内本土运动品牌难以超越。

在前 5 年里，中国体育用品市场规模以年均 20% 以上的增速在极速成长，体育用品业在过去的五年里强势崛起。当前，国内体育用品品牌的网点布局有 70% 布局在二三线城市，我国有地级市 280 多个，县级市 370 多个，县 1600 多个(包含自治县、旗、自治旗、特区和林区)，再看看体育用品的零售店铺数量，国内市场体育用品店的总店数达到 40000 多家。在终端，体育用品店铺的数量级已经相当规模了，依靠渠道增长提升业绩的时代已经终结，但是，国际品牌似乎准备挑起新一轮的格斗。2010 年，耐克中国公司和阿迪达斯中国公司在未来的五年规划里分别表示，在未来五年，将加大二三线市场的新增店铺，并拟推出价位段更贴近二三线市场的产品与之呼应，将矛头直指国内体育用品品牌的主力市场，未来的二三线市场渠道争夺战将更加惨烈，价格战亦将愈演愈烈，国内体育用品品牌进入生死存亡的关键阶段。

1.2.4 公司竞争优势

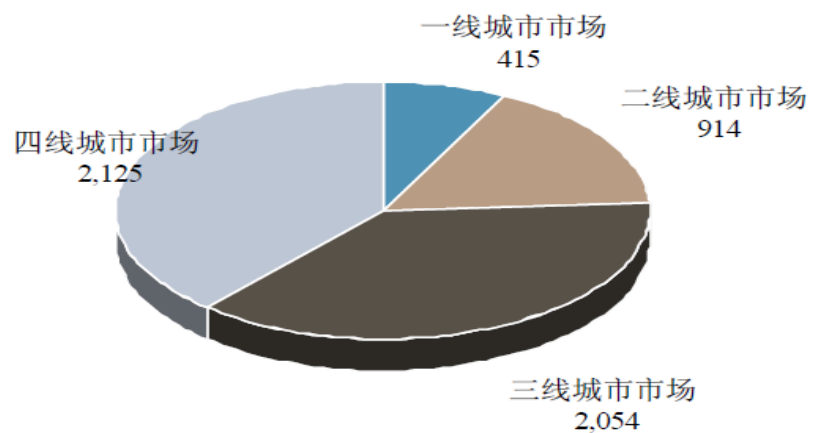
营销网络布局优势

公司重点布局二、三、四线城市市场，该市场消费者更倾向于国内品牌，且零售终端回报率明显高于一线城市市场，因此形成了本公司的营销网络布局优势。

通过差异化的品牌定位、强调舒适性和时尚性的研发设计和塑造区域强势品牌的市场推广策略，重点布局二、三、四线城市运动鞋服市场，特别是在四线城市市场领先于大部分竞争对手，具有营销网络规模优势。

图 2 终端门店分布

截至 2013 年 6 月 30 日贵人鸟品牌零售终端分布情况



数据来源：招股说明书，上海证券研究所

1.2.5 竞争劣势

经销专卖模式不适应发展需要

随着公司业务的快速发展和消费需求量的进一步扩大，销售终端的数量需进一步增加，网络覆盖率需进一步提高。同时，目前主要采用经销商专卖的营销模式，在该营销模式下，公司经营毛利率相对较低，对终端零售店铺的控制力度不够，对品牌形象的统一策划活动有可能得不到及时和充分执行。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

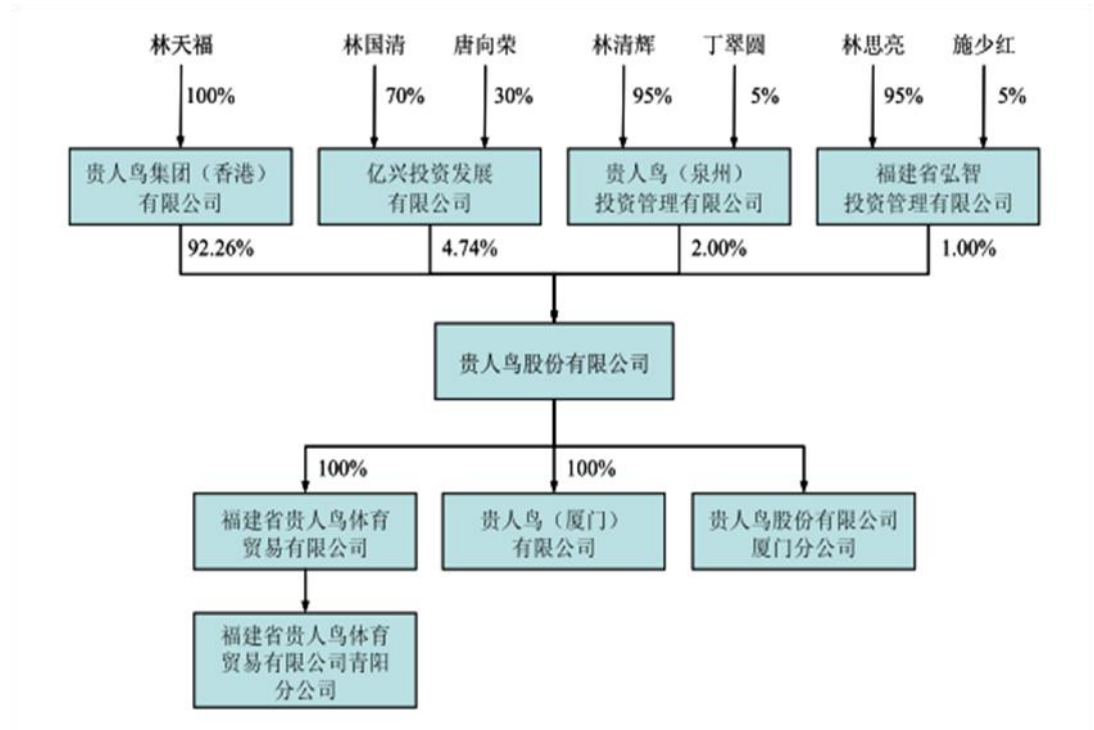
本次发行前本公司总股本为 52,500 万股，本次拟公开发行股票不超过 10,000 万股。在本次公开发行股票 10,000 万股的情况下，本次发行前后本公司的股本结构如下：

表 1 发行前后股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股数 (万股)	持股比例	股数 (万股)	持股比例
贵人鸟集团	48,436.50	92.26%	48,436.50	77.50%
亿兴投资	2,488.50	4.74%	2,488.50	3.98%
贵人鸟投资	1,050.00	2.00%	1,050.00	1.68%
弘智投资	525.00	1.00%	525.00	0.84%
社会公众股 (A 股)	0.00	0.00%	10,000.00	16.00%
合计	52,500.00	100.00%	62,500.00	100.00%

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

图 3 股权结构图



数据来源：招股说明书，上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

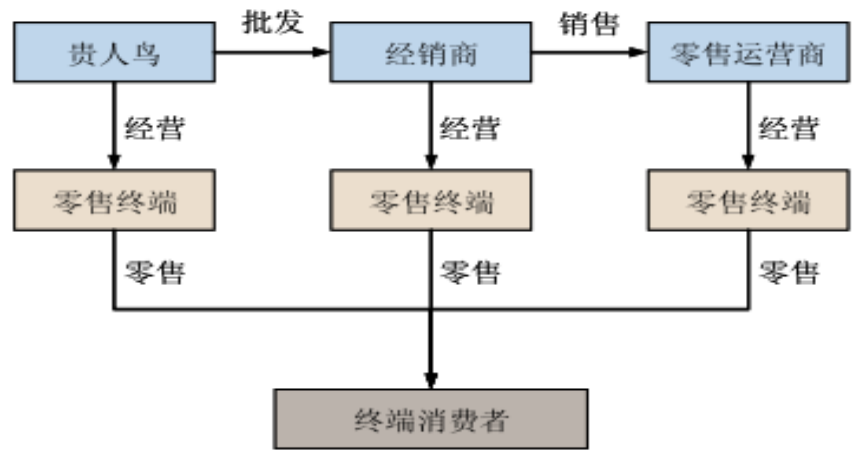
公司目前的主要产品为贵人鸟品牌运动鞋及运动服装，分为“专业运动”和“运动休闲”两大系列。公司产品主要用于消费者进行体育活动、休闲生活的场合穿着。

在营销模式上主要采用经销商模式。公司与经销商签订年度《“贵人鸟”运动休闲系列产品区域经销合同书》，以批发形式向经销商销售贵人鸟品牌产品，由经销商直接或通过零售运营商进行零

售。

经销商模式是我国运动鞋服行业的主要销售模式，能够充分利用经销商在区域市场中的渠道和资源优势，迅速拓展营销网络，快速提升品牌市场占有率。2012年度公司经销商模式所产生的销售收入占比为99.56%。

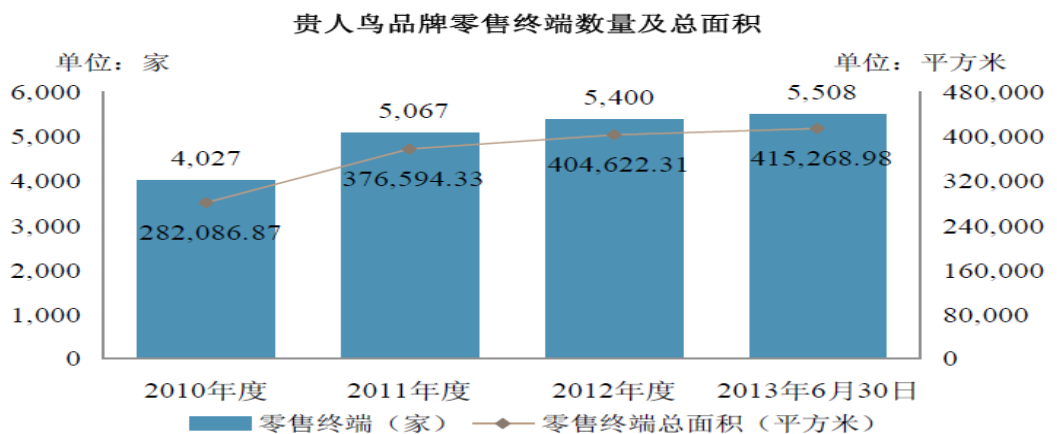
图4 营销模式



数据来源：招股说明书，上海证券研究所

截至2013年6月30日，公司营销网络遍布全国31个省、自治区和直辖市，2010年末至2013年6月30日，贵人鸟品牌零售终端数量从4,027家增加到5,508家，零售终端总面积从282,086.87平方米增加到415,268.98平方米。

图5 终端数量及总面积



数据来源：招股说明书，上海证券研究所

公司营销网络重点布局二、三、四线城市市场，截至2013年6月30日贵人鸟品牌92.47%的营销网络分布于二、三、四线城市

市场，位于一线城市市场的店铺只占 7.53%。

2012 年贵人鸟品牌零售终端的数量和总面积分别较上年增长了 6.57% 和 7.44%，营销网络拓展速度减缓导致销售收入增速相应减缓，主要是由于我国经济增速放缓的预期和全球经济前景的不确定性对消费者信心构成一定的负面影响，为了降低贵人鸟品牌营销网络的潜在风险，发行人及其经销商采取谨慎态度严格控制新店开设计划，并且关闭经营效率较低的店铺。

表 2 门店开关

	2013 年 1-6 月		2012		2011	
	新开	关闭	新开	关闭	新开	关闭
华东	90	67	152	91	305	47
西南	87	40	150	55	274	60
华中	14	42	40	45	142	49
华南	9	40	27	29	313	25
华北、东北	141	50	212	55	200	61
西北	9	3	39	12	72	24
小计	350	242	620	287	1,306	266
期末零售终端总数	5,508		5,400		5,067	
新开/关闭占比	6.35%	4.39%	11.48%	5.31%	25.77%	5.25%

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

表 3 渠道销售收入占比

销售渠道	2013H1 年度		2012 年度		2010 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经销商	122,126.82	99.38%	284,262.99	99.56%	263,824.72	99.61%
零售	763.02	0.62%	1,249.90	0.44%	1,025.97	0.39%
合计	122,889.84	100.00%	285,512.89	100.00%	264,850.70	100.00%

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

2012 年度，由于整体消费不景气以及网络渠道的冲击，公司的单店收入都有不同程度下降，其中经销商门店单店收入下降 6.37%，

表 4 直营店、各经销商辖区内零售终端的单店平均销售收入 单位：万元

单店平均销售收入	2013 年 1-6 月	2012 年度	2011 年度
发行人直营店	190.76	357.11	410.39
经销商门店	22.39	54.35	58.05

注：发行人直营店及经销商门店数量为年初门店数量和年末门店数量的平均值

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

表 5 产品品类

产品名称	2013H1 年度		2012 年度		2010 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
鞋类	44,191.18	35.96%	116,575.91	40.83%	128,469.85	59.99%
服装	78,138.15	63.58%	166,202.74	58.21%	131,267.45	39.15%
配饰	560.51	0.46%	2,734.25	0.96%	5,113.40	0.87%
合计	122,889.84	100.00%	285,512.89	100.00%	264,850.70	100.00%

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

随着贵人鸟品牌影响力不断提升和二、三、四线城市营销网络趋于完善，公司开始改变低价竞争策略，逐步提高产品出厂价，从低于行业平均价格逐渐提升到接近行业平均价格水平。

公司 2013 年 1-6 月鞋产品平均出厂价格与去年同期保持稳定，服装产品平均出厂价格上升 12.61 元/件。综合考虑货品竞品定价区间、销售情况、品牌定位和原材料成本变动情况等因素制定鞋服产品定价策略：2013 年鞋产品价格保持稳定，上调服装产品出厂价约 20%。

表 6 鞋类出厂价格变化

公司	2013 年 1-6 月	2012 年 1-6 月	2012 年度	2011 年度	2010 年度
安踏	N/A	N/A	N/A	N/A	99.50
361					
度	91.20	107.64	106.30	102.60	83.30
特步	N/A	N/A	90.86	89.30	83.70
匹克	89.77	87.59	89.30	89.50	83.60
乔丹	N/A	N/A	N/A	N/A	85.85
均值	90.48	97.62	95.49	93.80	87.19
中值	90.48	97.62	90.86	89.50	83.70
发行					
人	84.68	83.91	88.63	86.39	75.06

服装类出厂价格

公司	2013 年 1-6 月	2012 年 1-6 月	2012 年度	2011 年度	2010 年度
安踏	N/A	N/A	N/A	N/A	65.80
361					
度	57.14	62.40	79.40	94.70	65.10
特步	N/A	N/A	72.25	73.20	68.20
匹克	48.94	51.06	60.00	59.90	56.70
乔丹	N/A	N/A	N/A	N/A	60.62
均值	53.04	56.73	70.55	75.93	63.28
中值	53.04	56.73	72.25	73.20	65.10
发行					
人	67.86	55.25	76.43	79.70	69.90

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

2.3 募集资金投向

本次发行不超过 10,000 万股，且不低于 5,834 万股，募集资金净额仍然可能超过 88,220.54 万元。公司拟于上市后将募集资金中的 55,222.62 万元用于全国战略店建设项目，在全国开设 60 家战略店。18689 万元用于在惠南工业园区新建厂房作为生产车间，项目达产后，将新增 10 条快速鞋加工流水线，运动鞋年产量增加 850 万双。其他资金用于涉及研发中心建设和信息化建设。

表 7 募投项目表

序号	募集资金投资项目	募集资金投资金额	项目批准文号
1	全国战略店建设项目	55,222.62	闽发改网股证 [2011]46 号
2	鞋生产基地（惠南）建设项目	18,689.43	泉发改审 [2011]220 号
3	设计研发中心建设项目	4,529.59	晋经发审 [2011]169 号
4	信息化建设项目	9,778.90	晋经发审 [2011]170 号
	合计	88,220.54	

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

表 8 投资项目财务预算

项目一财务指标		项目二财务指标		
财务指标	金额	项目	单位	金额
年均营业收入（不含增值税）（万元）	39,719.07	年均营业收入（不含税）	万元	45,236.56
年均总成本费用（不含增值税）（万元）	31,820.64	年均总成本费用（不含税）	万元	41,647.31
年均税后净利润（万元）	5,698.39	年均净利润	万元	2,487.76
所得税前投资回收期（含建设期）（年）	6.73	所得税后项目财务内部收益率	%	18.31
所得税后投资回收期（含建设期）（年）	7.95	资本金财务内部收益率	%	17.63
所得税前财务内部收益率（%）	16.60%	项目税后投资回收期（含建设期 1 年）	年	6.47
所得税后财务内部收益率（%）	12.65%	总投资收益率	%	17.75
		资本金净利润率	%	13.31
		以生产能力利用率表示的盈亏平衡点	%	81.35

数据来源：招股说明书，上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力不断提升

表 9 可比公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		10Y	11Y	12Y	13YH1	10Y	11Y	12Y	13YH1
2331.hk	李宁	47.28	46.08	37.84	43.58	11.94	4.32	-29.35	-6.33
1368.hk	特步国际	40.65	40.75	40.68	40.19	18.23	17.42	14.59	16.23
1968.hk	匹克体育	38.04	39.43	36.45	34.00	19.35	16.71	10.67	7.66
2020.hk	安踏体育	42.80	42.25	37.95	41.11	20.84	19.42	17.77	18.43
1361.hk	361 度	41.47	42.43	39.84	39.01	19.91	20.07	14.24	10.24
A11281	乔丹体育	33.61	0.00	0.00	0.00	17.90	0.00	0.00	0.00
	平均	42.05	42.19	38.55	39.58	18.05	15.59	5.58	9.25
603555	贵人鸟	31.82	38.65	40.70	40.00	14.49	15.40	18.49	14.16

数据来源: wind, 上海证券研究所

公司毛利率在不断提升过程中, 从 2010 年的 31.82%, 提升到 2012 年的 40.70%, 但是同期同行业公司毛利率水平在下降过程中, 公司毛利率提升的主要原因系: 鞋服产品出厂价格不断提升。随着贵人鸟品牌影响力不断提升和二、三、四线城市营销网络趋于完善, 公司开始改变低价竞争策略, 逐步提高产品出厂价, 从低于行业平均价格逐渐提升到接近行业平均价格水平。

3.2 增长速度优于同业

运动鞋服行业的增长在近几年遭遇衰退, 从 2011 年开始至今行业内大部分公司开始出现负增长态势, 但是同期公司销售收入及净利润也大幅放缓, 但是好于行业平均。公司 2013 年 1-6 月主营业务收入相比去年同期下降 11.45%, 主要原因系 2013 年春夏季货品订单含税金额 11.88 亿元, 较 2012 年春夏季货品订单含税金额 14.33 亿元降低 17.14%。

表 10 增长情况

证券代码	简称	净利润增长率				收入增长率			
		10Y	11Y	12Y	13YH1	10Y	11Y	12Y	13YH1
2331.hk	李宁	17.36	-65.19	-612.97	-515.94	13.02	-5.80	-24.52	-25.11
1368.hk	特步国际	25.66	18.77	-16.18	-27.13	25.72	24.29	0.19	-19.54
1968.hk	匹克体育	30.87	-5.42	-60.06	-62.49	37.30	9.36	-37.53	-27.28
2020.hk	安踏体育	24.00	11.54	-21.47	-18.69	26.11	20.20	-14.40	-14.43
1361.hk	361 度	55.49	15.28	-37.58	-65.54	40.69	14.84	-11.10	-30.36
A11281	乔丹体育	71.35	0.00	0.00	0.00	26.35	0.00	0.00	0.00
	平均	30.67	-5.00	-149.65	-137.96	28.57	12.58	-17.47	-23.34
603555	贵人鸟	180.48	83.39	29.46	0.00	153.79	72.57	7.80	0.00

数据来源: wind, 上海证券研究所

3.3 营运能力逐步提升

公司的运营能力也处在行业相对较低水平, 应收账款周转率略低于行业平均, 存货周转率在不断改善中, 略高于行业平均。

公司应收账款周转率低于行业均值, 主要由于本公司营销网络处于快速扩张阶段, 贵人鸟品牌零售终端数量从 2010 年末的 4,027 家增加到截至 2013 年 6 月 30 日的 5,508 家, 零售终端总面积从 282,086.87 平方米增加到 415,268.98 平方米。公司给予经销商一定的信用额度有利于减轻其营销网络拓展资金压力、加强对经销商的控制。

公司存货周转率从 2010 年的 8.62 次提高到 2012 年的 9.50 次, 呈逐渐上升的趋势, 2013 年 1-6 月存货周转率为 9.12 次/年, 高于上年同期的 8.17 次/年, 主要原因系公司不断加强对供应链的计划管理、控制存货增幅, 提高了存货周转率。2010 年至 2013 年 1-6 月期间, 公司存货周转率高于行业均值, 主要原因系本公司采取以销定产的生产模式, 安全库存较低; 销售模式以向经销商批发销售为主, 截至 2013 年 6 月 30 日本公司共有 4 家直营店, 因此存货金额较少。

表 11 可比上市公司营运能力比较 (单位: 次)

证券代码	简称	应收帐款周转率	应收帐	应收帐	应收帐	存货	存货	存货	存货周
		10Y	款周转	款周转	款周转	周转	周转	周转	转率
			率	率	率	率	率	率	率
			11Y	12Y	13YH1	10Y	11Y	12Y	13YH1
2331.hk	李宁	5.88	4.26	4.53	2.17	6.95	4.97	4.08	1.86
1368.hk	特步国际	6.13	4.60	5.36	1.78	7.27	5.79	5.25	2.13
1968.hk	匹克体育	6.11	4.67	2.84	1.25	9.66	7.44	4.57	2.13
2020.hk	安踏体育	14.91	11.68	11.44	4.36	10.24	9.59	7.25	3.14
1361.hk	361 度	0.00	2.36	2.34	0.93	17.10	10.98	6.53	2.71
A11281	乔丹体育	8.08	0.00	0.00	0.00	5.87	0.00	0.00	0.00
	平均	8.22	4.60	4.42	2.10	9.51	6.46	4.61	2.39
603555	贵人鸟	5.14	5.31	3.93	1.32	8.62	9.44	9.50	4.56

数据来源: wind, 上海证券研究所

3.4 盈利预测及主要假设

初步估计, 2013~2015 年公司归属于母公司的净利润分别为 4.17 亿、3.8 亿、4.43 亿, 增速分别为-20.87%、-9.03%、16.69%

表 12 销售收入预测

销售渠道	2015 年度	2014 年度	2013 年度
新开	100	100	135
期末零售终端总数	5735	5635	5535
	2015 年度	2014 年度	2013 年度
销售收入	246605	231035	243540
g	7%	-5%	-15%
单店平均销售	43	41	44
毛利率	42%	40%	40%

数据来源: 上海证券

四、风险因素

4.1 市场竞争风险

中国乃至全球范围内运动鞋服行业竞争较激烈, 在品牌、销售渠道、研发、质量以及价格等多方面均有所体现。国外品牌耐克、阿迪达斯等凭借其强大的研发和资金实力, 牢牢占据国内运动鞋服高端市场。以李宁、安踏为代表的国内领先运动鞋服品牌依靠稳定

的产品质量和全国性的营销网络，在运动鞋服市场所占份额增长迅速。上述公司相比，在品牌知名度、品牌影响力、销售终端数量、融资渠道和整体实力等方面仍存在一定差距。若市场竞争进一步加剧，可能对公司未来收入及盈利能力产生不利影响。

4.2 行业景气度持续下降

运动服饰整体行业继续不景气。2012 年以来上市公司收入出现负增长，2013 年 H1 收入进一步下滑。尽管运动服饰的库存状况开始好转，但需求端并没有出现明显好转，行业不排除继续下滑的可能。公司已经完成了 2014 年春、夏和秋三季的订货会。发行人 2014 年春夏季订单较 2013 年春夏季订单下降约 12.54%，虽然 2014 年秋季订单较 2013 年秋季订单增长约 2.20%，但不排除 2014 年全年收入和利润受运动鞋服行业影响继续下滑。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的2012年业绩和2013年预测业绩的均值，同行业可比上市公司12年、13年平均动态市盈率为18倍、9倍，我们认为给予公司2013年度10倍PE比较合适。

表 13 相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS10A	EPS11A	EPS12A	EPS13E	10PE	11PE	12PE	13PE
2331.hk	李宁	7.200	1.0439	0.3656	-1.8796	-0.3300	19	16	19	16
1368.hk	特步国际	3.970	0.3730	0.4433	0.3715	0.3700	18	11	27	7
1968.hk	匹克体育	1.970	0.3918	0.3706	0.1480	0.1300	12	3	4	6
2020.hk	安踏体育	11.140	0.6204	0.6920	0.5440	0.6400	15	20	35	10
1361.hk	361 度	2.260	0.4730	0.5460	0.3180	0.2300	5	4	7	4
	平均	5.31	0.37	0.41	0.28	0.17	14	11	18	9

数据来源: wind, 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

我们预测公司 2013-2015 年的净利润分别为 4.17 亿元、3.8 亿元、4.43 亿元。参照行业平均水平，给予公司 2013 年 10-12 倍估值，公司市值 41.7-50.04 亿。

本次发行不超过 10,000 万股，且不低于 5,834 万股，募集资金净额 88,220.54 万元。按照发行后股本（假设新增发行 10000 万股）

计算,我们预测公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.61 元、0.71 元。对应合理定价区间为 6.7-8.04。

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1535.00	2648.93	2855.43	2435.65	2310.59	2466.31
减: 营业成本	1046.57	1625.04	1693.23	1460.42	1384.74	1433.42
营业税金及附加	1.33	19.74	21.43	18.28	17.34	18.51
营业费用	169.51	393.77	362.88	292.28	300.38	320.62
管理费用	48.82	102.01	119.80	102.30	115.53	123.32
财务费用	14.64	29.10	45.34	5.37	-14.08	-20.80
资产减值损失	0.36	2.41	12.87	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	253.76	476.86	599.88	557.02	506.69	591.25
加: 其他非经营损益	2.51	12.10	27.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	256.27	488.97	626.91	557.02	506.69	591.25
减: 所得税	33.89	81.13	98.94	139.25	126.67	147.81
净利润	222.38	407.84	527.97	417.76	380.02	443.44
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	222.38	407.84	527.97	417.76	380.02	443.44

资料来源: wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。