

贵人鸟 (732555.) 其它纺织皮毛品行业

新股研究

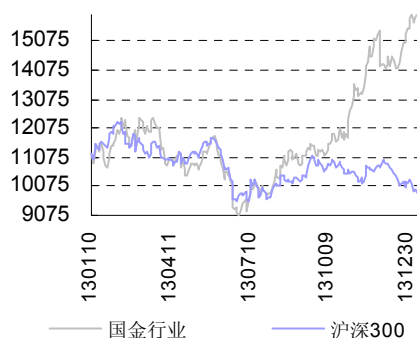
上市定价 (人民币): 5.80-7.00 元

一家普通的运动服饰企业

长期竞争力评级: 低于行业均值

市场数据 (人民币)

发行 A 股上限(百万股)	100.00
总股本(百万股)	525.00
国金其它纺织皮毛品指数	15985.71
沪深 300 指数	2222.22
上证指数	2027.62



公司基本情况 (人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.777	1.006	0.800	0.614	0.594
每股净资产(元)	1.75	2.45	3.12	4.13	4.50
每股经营性现金流(元)	0.52	0.89	0.56	0.53	0.38
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	24.31	27.98	37.19	38.09	38.09
净利润增长率(%)	83.39%	29.46%	-20.41%	-23.31%	-3.27%
净资产收益率(%)	44.44%	40.99%	25.62%	12.47%	11.08%
总股本(百万股)	525.00	525.00	525.00	525.00	525.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司规模在国内运动服饰行业中处于中流.经营模式上,公司与这些企业差别很小,都是批发制,通过经销商实现最终销售(公司 2013 年中期向前五大客户销售额占总收入比例为 55.3%),2013 年 11 月底,店铺总数 5527 家,生产有部分自产、部分外包,每年两次大型订货会。尽管每家企业尽力在品牌定位上实现差异化,但实际并不明显;
- 过去,运动服饰企业都通过快速开店叠加密集广告营销以获得品牌地位和消费者认可。经过 98-08 年的疯狂扩张,在 08 年奥运会后,增速开始下降,包括安踏、李宁、动向在内的国内第一线品牌从 2010 年开始收缩,业绩从 2011 年开始出现下滑。经过三年调整,2013 年下半年,安踏才宣布 2014 年上半年订货会实现个位数增长。纵观运动服饰行业的运行过程,我们认为公司未来也将面临调整,不过,考虑到公司募集资金到位,支撑公司转型和发展,未来仍有发展空间;
- 我们预计公司 13-15 年收入净利润分别为 4.2、3.2、3.1 亿元,分别同比下降 20.4%、23.3%和 3.3%;
- 参考国内和香港上市纺织服装零售企业估值,我们给予公司上市目标价 5.8-7 元。

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

公司是一家普通的运动服饰品牌企业

图表1: 国内主要的运动服饰品牌企业

项目	贵人鸟	李宁	安踏	特步	361度	匹克	中国动向
简介	02年开始运营	1990年创立	1994年开始推广	2000年开始推广	成立于2003年	1991年开始推广	2002年开始经营
		2004年香港上市	2007年香港上市	2008年在香港上市	2009年在香港上市	2009年在香港上市	2007年香港上市
股票代码	603555	2331.hk	2020.hk	1368.hk	1361.hk	1968.hk	3818.hk
主要品牌	贵人鸟	李宁	安踏	特步	361度	匹克	kappa
		艾高、乐途	Fila (斐乐)	Koling(柯林)	361度童装		phenix
2012年收入(亿元)	28.55	67.4	76.23	55.5	49.51	29.03	17.7
2012年度毛利率	40.70%	37.80%	37.95%	40.68%	39.84%	36.45%	50.60%

来源: 国金证券研究所

公司规模在国内运动服饰行业中处于中流, 需要注意的是图表 1 列出的除公司以外的企业收入都经历了较大幅度下跌(图表 2)。

图表2: 运动服饰领域企业近年业绩比较

项目	贵人鸟	李宁	安踏	特步	361度	匹克	中国动向
2012年毛利率	40.7%	37.8%	38.0%	40.7%	39.8%	36.5%	50.60%
2012年营业费用占比	12.7%	39.1%	13.6%	13.3%	18.0%	15.9%	32.80%
2012年管理费用占比	4.2%	24.9%	5.5%	8.2%	6.1%	7.9%	12.20%
2012年净利率	18.5%	亏损19.6亿元	17.8%	14.5%	14.5%	10.7%	10.90%
2012年收入增速	7.8%	-23.7%	-13.5%	1.3%	-9.3%	-36.9%	-34.70%
2012年净利润增速	29.5%		-20.6%	-15.3%	-39.9%	-59.6%	73.50%

来源: 国金证券研究所

经营模式上, 公司与这些企业差别很小, 都是批发制, 通过经销商实现最终销售(公司 2010-2013 年中期, 三年一期向前五大客户销售额占总收入比例分别为 47.7%、51.5%、52.7%和 55.3%), 2013 年 11 月底, 店铺总数 5527 家, 生产有部分自产、部分外包, 每年两次大型订货会。尽管每家企业尽力在品牌定位上实现差异化, 但实际并不明显。过去, 它们都通过快速开店叠加密集广告营销以获得品牌地位和消费者认可。

运动服饰领域经过 98-08 年的疯狂扩张, 在 08 年奥运会后, 盛宴嘎然而止, 包括安踏、李宁、动向在内的国内第一线品牌从 2010 年开始收缩, 业绩从 2011 年开始出现下滑。经过三年调整, 2013 年下半年, 安踏才宣布 2014 年上半年订货会实现个位数增长。纵观运动服饰行业的运行过程, 我们认为公司未来也将面临调整, 业绩承受压力(图表 4)。

公司募集资金也和其它运动品牌上市时一样, 加大店铺投入和扩大产能(图表 3)。

图表3: 募集资金项目

序号	募集资金投资项目	募集资金投资金额(万元)	具体内容
1	全国战略店建设项目	55,222.62	购置29家, 租赁31家, 用于建设品牌战略店(店铺仍有经销商经营)
2	鞋生产基地(惠南)建设项目	18,689.43	新建10条鞋生产线, 产能增加850万双
3	设计研发中心建设项目	4,529.59	
4	信息化建设项目	9,778.90	
5	其他与主营业务相关的营运资金		
合计		88,220.54	

来源: 招股说明书、国金证券研究所

图表4: 键公司产品盈利预测

项 目	2010	2011	2012	1H13	2013	2014E	2015E
主营收入							
销售收入(百万元)	1,535.0	2,648.9	2,855.43	1,228.90	2,284.34	1,941.69	1,844.60
增长率(YOY)	12.90%	29.87%	7.80%	-11.45%	-20.00%	-15.00%	-5.00%
毛利率	31.97%	38.67%	40.71%	40.00%	42.50%	41.00%	41.00%
销售成本(百万元)	1,044.24	1,624.68	1,693.02	737.33	1,313.50	1,145.60	1,088.32
增长率(YOY)	4.39%	29.55%	4.21%	#REF!	-22.42%	-12.78%	-5.00%
毛利(百万元)	490.8	1,024.3	1,162.4	491.57	970.84	796.09	756.29
增长率(YOY)	26.67%	30.30%	13.49%	#REF!	-16.48%	-18.00%	-5.00%
占总销售额比重	99.97%	99.98%	99.99%	99.99%	99.99%	99.98%	99.98%
占主营业务利润比重	100.40%	99.99%	99.99%	99.98%	99.99%	99.98%	99.98%
其它收入							
销售收入(百万元)	0.39	0.43	0.30	0.18	0.30	0.30	0.30
增长率(YOY)	-12.72%	72.40%	-30.65%		1.28%	0.00%	0.00%
毛利率	-499.72%	14.40%	30.25%	45.53%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本(百万元)	2.34	0.37	0.21	0.10	0.17	0.17	0.17
增长率(YOY)	8.82%	76.15%	-43.49%		-20.14%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	-1.95	0.06	0.09	0.08	0.14	0.14	0.14
增长率(YOY)	-45.12%	61.21%	45.69%		50.67%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%
占主营业务利润比重	-0.40%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.02%
销售总收入(百万元)	1535.39	2649.36	2855.72	1229.08	2284.64	1941.99	1844.90
销售总成本(百万元)	1046.57	1625.04	1693.23	737.43	1313.66	1145.76	1088.48
毛利(百万元)	488.81	1024.32	1162.50	491.65	970.98	796.23	756.42
平均毛利率	31.84%	38.66%	40.71%	40.00%	42.50%	41.00%	41.00%

来源: 国金证券研究所

股票估值和定价

根据我们对国内和香港上市纺织服装零售企业比较分析, 估值波动幅度很大, 但中轴大体在 10-12 倍之间, 我们预计公司 2014 年业绩仍将大幅下降, 给予公司 5.8-7 元的目标价格

风险提示

- 公司在运动服饰行业处于中游, 面临调整压力, 业绩有超过我们预期下降可能;
- 公司近年来应收账款飙升过快, 存在计提比例超过我们预期的可能;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,535	2,649	2,855	2,285	1,942	1,845
增长率		72.6%	7.8%	-20.0%	-15.0%	-5.0%
主营业务成本	-1,047	-1,625	-1,693	-1,314	-1,146	-1,088
%销售收入	68.2%	61.3%	59.3%	57.5%	59.0%	59.0%
毛利	488	1,024	1,162	971	796	756
%销售收入	31.8%	38.7%	40.7%	42.5%	41.0%	41.0%
营业税金及附加	-1	-20	-21	-17	-10	-9
%销售收入	0.1%	0.7%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%
营业费用	-170	-394	-363	-251	-233	-221
%销售收入	11.0%	14.9%	12.7%	11.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-49	-102	-120	-114	-97	-92
%销售收入	3.2%	3.9%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	269	508	658	588	456	434
%销售收入	17.5%	19.2%	23.0%	25.8%	23.5%	23.5%
财务费用	-15	-29	-45	-37	-3	5
%销售收入	1.0%	1.1%	1.6%	1.6%	0.1%	-0.3%
资产减值损失	0	-2	-13	-21	-44	-43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	254	477	600	530	410	396
营业利润率	16.5%	18.0%	21.0%	23.2%	21.1%	21.4%
营业外收支	3	12	27	30	20	20
税前利润	256	489	627	560	430	416
利润率	16.7%	18.5%	22.0%	24.5%	22.1%	22.5%
所得税	-34	-81	-99	-140	-107	-104
所得税率	13.2%	16.6%	15.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	222	408	528	420	322	312
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	222	408	528	420	322	312
净利率	14.5%	15.4%	18.5%	18.4%	16.6%	16.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	222	408	528	420	322	312
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	28	49	60	86	92
非经营收益	12	27	35	13	-4	-20
营运资金变动	-97	-188	-144	-197	-75	-147
经营活动现金净流	154	275	468	296	328	237
资本开支	-328	-311	-55	67	-89	-90
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-328	-311	-55	66	-89	-90
股权募资	169	0	0	0	702	0
债权募资	131	122	123	-240	-339	1
其他	-13	-89	-196	-40	-84	-81
筹资活动现金净流	287	33	-73	-279	280	-80
现金净流量	113	-3	340	84	519	67

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	273	265	616	700	1,219	1,286
应收款项	433	667	936	1,033	955	978
存货	147	197	159	171	226	289
其他流动资产	105	170	185	160	139	133
流动资产	957	1,299	1,897	2,064	2,539	2,685
%总资产	70.8%	67.6%	74.6%	78.5%	80.1%	79.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	383	524	531	496	556	609
%总资产	28.3%	27.3%	20.9%	18.9%	17.5%	18.0%
无形资产	12	58	58	66	74	82
非流动资产	396	622	645	565	632	693
%总资产	29.2%	32.4%	25.4%	21.5%	19.9%	20.5%
资产总计	1,353	1,922	2,541	2,629	3,171	3,378
短期借款	334	456	578	339	0	0
应付款项	401	478	622	543	474	450
其他流动负债	45	70	53	107	114	113
流动负债	780	1,004	1,253	989	588	563
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	780	1,004	1,253	989	588	564
普通股股东权益	573	918	1,288	1,640	2,583	2,814
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,353	1,922	2,541	2,629	3,171	3,378

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	2.197	0.777	1.006	0.800	0.614	0.594
每股净资产	5.660	1.748	2.454	3.124	4.133	4.502
每股经营现金净流	1.523	0.524	0.892	0.564	0.525	0.380
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	38.82%	44.44%	40.99%	25.62%	12.47%	11.08%
总资产收益率	16.44%	21.22%	20.78%	15.98%	10.16%	9.23%
投入资本收益率	25.72%	30.88%	29.69%	22.30%	13.25%	11.55%
增长率						
主营业务收入增长率	153.79%	72.57%	7.80%	-19.99%	-15.00%	-5.00%
EBIT增长率	208.62%	89.16%	29.45%	-10.61%	-22.42%	-5.00%
净利润增长率	180.48%	83.39%	29.46%	-20.41%	-23.31%	-3.27%
总资产增长率	112.81%	42.04%	32.25%	3.44%	20.64%	6.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.0	68.8	92.9	130.0	150.0	170.0
存货周转天数	42.3	38.7	38.4	50.0	80.0	110.0
应付账款周转天数	86.4	84.5	107.5	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	54.4	54.2	66.6	77.4	102.4	118.3
偿债能力						
净负债/股东权益	10.62%	20.78%	-2.95%	-22.02%	-47.18%	-45.67%
EBIT利息保障倍数	18.4	17.5	14.5	16.0	158.8	-84.2
资产负债率	57.66%	52.24%	49.31%	37.61%	18.54%	16.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD