

2014年01月26日

证券研究报告·公司研究·纺织服装

合理价格区间

10.5-12.6元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

贵人鸟(603555)新股分析报告

## 立足三、四线城市，强化公司竞争力

### 投资要点

- **全国知名的运动鞋服企业：**贵人鸟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，分为“专业运动”和“运动休闲”两大系列。品牌定位于大众销售市场，并以国内二、三、四线城市为营销重点，在二、三、四线城市运动鞋服市场具有明显的营销网络布局优势。生产模式为自主生产和外包生产相结合，自有配送中心与第三方物流相结合的物流仓储模式、直营店销售与向经销商批发相结合的销售模式。
- **差异化的品牌定位、三、四线城市销售布局：**凭借差异化的品牌定位、全方位多层次的整合营销活动和战略性的二、三、四线城市布局，公司快速提升竞争力并实现营业收入高速增长。公司将“运动休闲”作为产品开发的重心，塑造了贵人鸟品牌“运动快乐”的内涵，避免了与专业运动品牌的直接竞争。公司营销网络遍布全国31个省、自治区和直辖市，全国共有5,508家近42万平米的零售终端，三、四线城市零售终端占比为67%，公司在二、三、四线城市运动鞋服市场具有明显的营销网络布局优势。未来公司计划继续深耕三、四线省市，确保公司核心竞争力。
- **募投项目：**本次发行8,900万股，全部为新股发行，占发行后总股份的14.5%，不存在老股转让的情形。本次募集资金主要投资四大项目，分别为全国战略店建设项目、鞋生产基地(惠南)建设项目、设计研发中心建设项目和信息化系统建设项目。从募投项目来看，在立足三、四线城市占有率的基础上，公司加快一、二线城市的布局，同时公司加快产能扩建与提升研发能力，通过建设信息化系统建设降低供应链运营管理成本，优化库存结构，增强公司快速反应能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2013年-2015年公司营业收入分别为24.28亿元、27.61亿元和32.63亿元；归属上市公司的净利润分别为3.67亿元、4.39亿元和5.41亿元，实现每股基本收益为0.70元、0.72元和0.88元。相对于发行价10.6元对应的PE分别为15.14倍、14.72倍和12.05倍。我们认为鉴于行业景气有望触底回升，给予公司15-18倍的市盈率较为合理，对应的合理区间为10.5元-12.6元。
- **风险提示：**应收账款大幅增加，坏账准备风险；税收优惠到期；客户较为集中的风险。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2855	2428	2761	3263
增长率	7.80%	-14.97%	13.72%	18.16%
归属母公司净利润(百万元)	528	367	439	541
增长率	29.46%	-30.53%	19.77%	23.14%
每股收益EPS(元)	1.01	0.70	0.72	0.88
净资产收益率ROE	40.99%	23.74%	16.07%	17.38%
PE	9.85	14.18	13.85	11.25
PB	4.04	3.37	2.23	1.95

数据来源：西南证券

### 西南证券研究发展中心

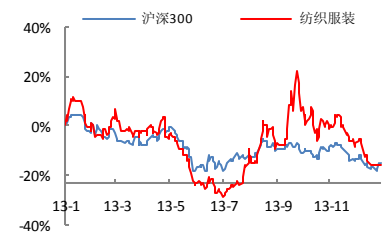
分析师：梁从勇

执业证号：S1250511110003

电话：010-57631180

邮箱：lyong@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源：西南证券

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	52500
本次发行(万股)	8900
发行后总股本(万股)	61400
2012年每股收益(摊薄后)(元)	1.01
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.96

### 主要指标(2012年)

每股净资产(元)	2.45
毛利率(%)	40.7
流动比率(倍)	1.51
速动比率(倍)	1.39
应收账款周转率(次)	3.93
资产负债率(合并报表)(%)	49.31
净资产收益率(加权平均)(%)	5.26

### 相关研究

请务必阅读正文后的免责声明部分

## 目 录

<b>一、公司概况</b> .....	<b>1</b>
（一）公司基本概况.....	1
（二）公司股权结构.....	1
（三）募投项目概况.....	2
<b>二、行业发展概况</b> .....	<b>3</b>
（一）行业竞争激烈，集中度较高.....	3
（二）市场容量逐年递增.....	3
（三）产品销售具有较强的季节性、地域性.....	4
<b>三、公司竞争力分析</b> .....	<b>4</b>
（一）品牌优势突出，营销网络广泛.....	4
（二）成本优势.....	5
<b>四、公司财务分析及同行业比较</b> .....	<b>6</b>
（一）盈利能力.....	6
（二）偿债能力分析.....	8
（三）营运能力.....	9
（四）成长性分析.....	10
<b>五、公司盈利预测与估值</b> .....	<b>10</b>
<b>六、风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 插图目录

图 1: 公司营业收入构成 .....	1
图 2: 公司利润构成 .....	1
图 3: 公司股权结构 .....	2
图 4: 公司零售终端数量及面积 .....	4
图 5: 零售终端数量城市分布图 .....	4
图 6: 公司营销网络分布 .....	5
图 7: 分产品主营业务收入 .....	6
图 8: 分产品主营业务成本 .....	6

## 表格目录

表 1: 本次发行前后公司股份结构 .....	2
表 2: 募投项目及投资金额 .....	3
表 3: 主要竞争对手简介 .....	3
表 4: 可比企业期间费用占营业收入比重 .....	5
表 5: 公司近三年一期各品类运动鞋销售额 .....	6
表 6: 公司近三年一期各品类运动服装及配饰销售额 .....	7
表 7: 公司近三年一期按地区划分销售收入 .....	7
表 8: 公司报告期内分季度营业收入 .....	8
表 9: 可比企业 2012 年盈利能力指标 .....	8
表 10: 公司偿债能力指标 .....	8
表 11: 可比公司 2012 年偿债能力指标 .....	9
表 12: 公司营运能力指标 .....	9
表 13: 可比公司 2012 年营运能力指标 .....	9
表 14: 可比公司成长性指标 .....	10
表 15: 公司盈利预测 .....	10
附录: 财务预测表 (单位: 百万元) .....	12

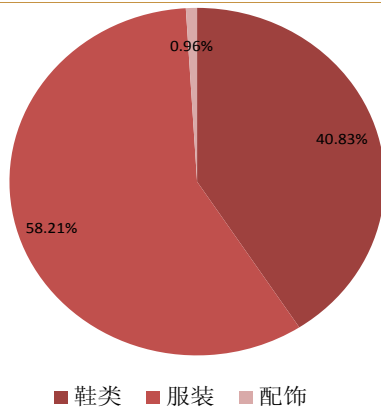
## 一、公司概况

### （一）公司基本情况

贵人鸟股份成立于 2004 年，是我国知名的运动鞋服企业，品牌定位于大众销售市场，并以国内二、三、四线城市为营销重点，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。

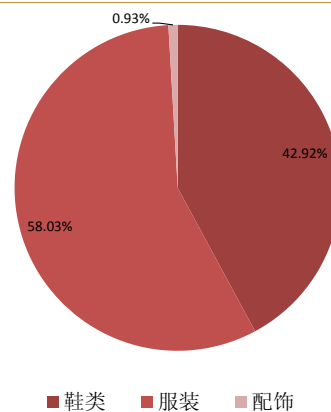
公司销售收入从 2009 年到 2011 年快速增长，从 2009 年销售收入 6 亿元增长至 2011 年 26.5 亿元，年均增长率超过 100%，净利润从 2009 年不足 8000 万元增长至 2011 年的 4 亿多，2011-2013 年跟随行业景气调整，公司的收入与利润增速放缓甚至回落；公司的主要产品为鞋类与服装，以 2012 年为例，鞋类收入占公司总销售收入的 40.83%，服装收入占公司销售收入的 58.21%；从利润构成来看，鞋类贡献公司利润的 42.92%、服装贡献公司利润的 58.03%。

图 1：公司营业收入构成



数据来源：wind、西南证券

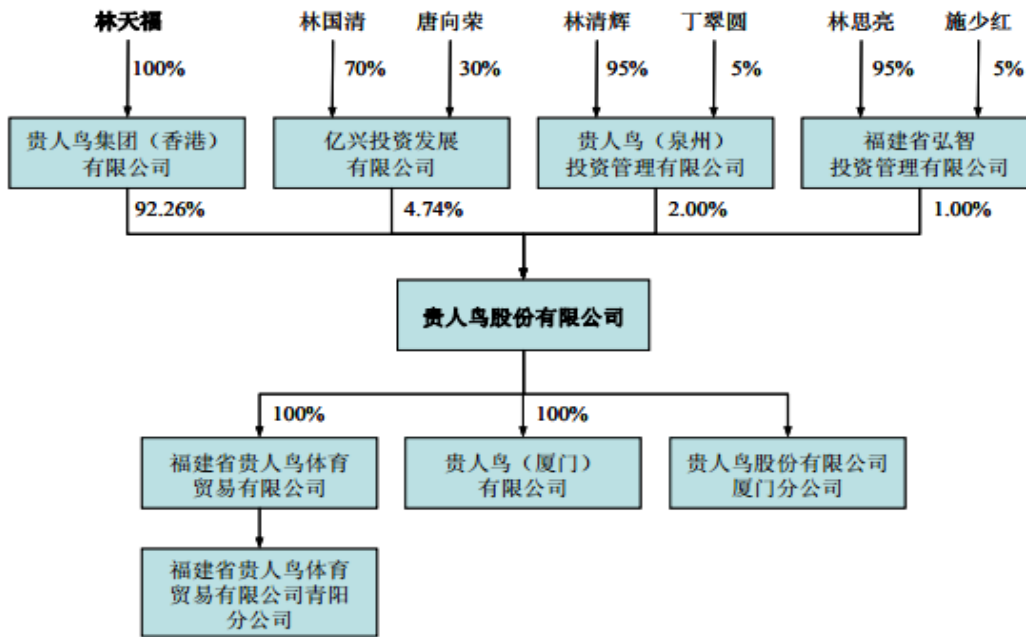
图 2：公司利润构成



数据来源：wind、西南证券

### （二）公司股权结构

公司控股股东为贵人鸟集团（香港）有限公司，持有贵人鸟股份 92.26% 的股份，实际控制人为林天福，其持有贵人鸟集团 100% 股份，从而间接持有贵人鸟股份 92.26% 的股份。贵人鸟股份的其他主要股东分别为：亿兴投资（持有 4.74% 的股份）、贵人鸟投资（持有 2.00% 的股份）、弘智投资（持有 1.00% 的股份）。公司共拥有两个子公司，分别为贵人鸟体育贸易有限公司和贵人鸟（厦门）有限公司。

**图 3: 公司股权结构**


数据来源: 西南证券

**表 1: 本次发行前后公司股份结构**

股东名称	发行前		发行后	
	股数	持股比例	股数	持股比例
贵人鸟集团	48,436.50	92.26%	48,436.50	78.89%
亿兴投资	2,488.50	4.74%	2,488.50	4.05%
贵人鸟投资	1,050.00	2.00%	1,050.00	1.71%
弘智投资	525	1.00%	525	0.86%
社会公众股 (A股)	0	0.00%	8,900.00	14.50%
合计	52,500.00	100.00%	61,400.00	100.00%

数据来源: 招股说明书

### (三) 募投项目概况

本次发行 8,900 万股, 全部为新股发行, 占发行后总股份的 14.5%, 不存在老股转让的情形。本次募集资金主要投资四大项目, 分别为全国战略店建设项目、鞋生产基地 (惠南) 建设项目、设计研发中心建设项目和信息化系统建设项目。

其中全国战略店建设项目预计总投资额为 55,222.62 万元, 其中建设投资 52,489.08 万元, 流动资金 2,733.54 万元, 将在未来两年内建设 60 家贵人鸟品牌战略店, 其中购置店铺 29 家, 租赁店铺 31 家, 其中一级城市 28 家、二级城市 25 家、三级城市 7 家; 鞋生产基地 (惠南) 建设预计总投资额为 18,689.43 万元, 其中建设投资 12,668.49 万元, 流动资金 6,020.94 万元, 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; 设计研发中心建设项目预计总投资为 4,529.59, 全部为建设投资; 信息化系统建设项目预计总投资额 9,778.90 万元, 全部为建设投资。

**表 2: 募投项目及投资金额**

序号	募集资金投资项目	募集资金投资金额
1	全国战略店建设项目	55,222.62
2	鞋生产基地（惠南）建设项目	18,689.43
3	设计研发中心建设项目	4,529.59
4	信息化系统建设项目	9,778.90
	合计	88,220.54

数据来源：招股书、西南证券

## 二、行业发展概况

### （一）行业竞争激烈，集中度较高

公司所处的运动鞋服行业是一个集中度很高的行业，且竞争激烈。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%，

**表 3: 主要竞争对手简介**

项目	安踏	特步	361 度	匹克
简介	1994 年开始推广安踏品牌	2000 年开始推广特步品牌	成立于 2003 年	1991 年开始推广匹克品牌
	2007 年在香港联交所 主板上市	2008 年在香港联交所 主板上市	2009 年在香港联交所 主板上市	2009 年在香港联交所 主板上市
主要品牌	安踏	特步	361 度	匹克
	Fila（斐乐）	Koling（柯林）	361 度童装	
2012 年度销售收入(亿元)	76.23	55.5	49.51	29.03
2012 年度毛利率	37.95%	40.68%	39.84%	36.45%

数据来源：公司招股说明书

### （二）市场容量逐年递增

我国是人口大国，消费人群基数较大，因此服装类消费市场容量巨大，且跟随人口与人均收入增长而逐年增大。城乡居民收入持续快速增长，消费品市场发展迅速，城镇居民家庭人均衣着支出由 2007 年的 1,042 元增长到 2011 年的 1,675 元，年复合增长率 12.59%；农村居民家庭人均衣着支出由 2007 年的 194 元增长到 2011 年的 341 元，年复合增长率 15.24%。随着生活水平的显著改善，城乡居民衣着类消费水平稳步提高。根据 Euromonitor 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%，上述数据充分表明运动鞋服市场容量在逐渐扩大。

### （三）产品销售具有较强的季节性、地域性

运动鞋服行业具有明显的季节性特点，通常下半年销售额高于上半年，一方面是因为下半年多为秋冬季用品，产品售价较高，另一方面是因为下半年节假日较多，市场需求较大。由于我国经济发展具有明显的地域性特征，因此不同运动鞋服企业的定位占据着不同区域的市场。其中，一线城市消费者购买力较强、价格敏感系数较小，因此高端产品品牌占据一线城市市场。二三四线城市消费者购买力相对较弱，对现价格较为敏感，因此注重性价比的企业则主要占领二三四线城市的市场。

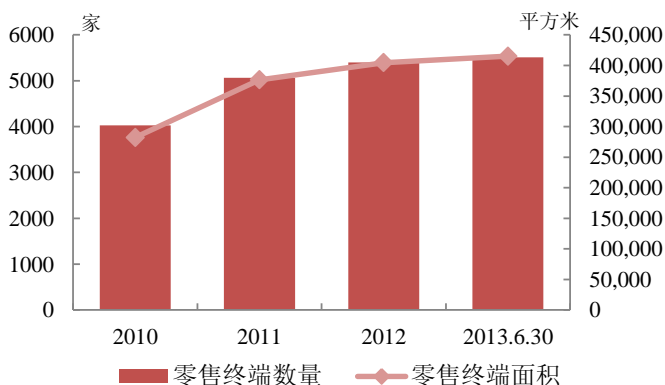
## 三、公司竞争力分析

### （一）品牌优势突出，营销网络广泛

“贵人鸟”品牌（贵人鸟体育创立）自 2002 年被创立，至今已有 12 年，在二、三、四线城市形成了较高的品牌知名度。公司目前拥有 50 项已经相关主管部门核准注册并取得相关权利证书、登记类型为第 25 类的注册商标，74 项已经相关主管部门核准注册并取得相关权利证书、登记类型为非第 25 类的注册商标，11 项中国大陆境外注册商标，3 项已获国家工商行政管理总局受理，正在申请的注册商标。此外，公司目前拥有 1 项发明专利、45 项实用新型专利，7 项外观专利等多项专利技术，充分体现了贵人鸟股份的核心竞争力。

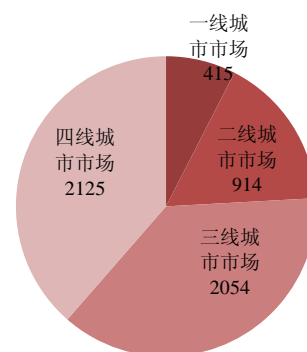
贵人鸟以经销商销售为主要销售模式，且零售终端主要布局在二、三、四线城市，零售终端数量多，覆盖区域广。2010 年末，贵人鸟品牌共拥有零售终端 4,027 家，零售总面积 282,086.87 平方米。2012 年末，公司共拥有零售终端 5400 家，年复合增长率 15.80%，零售终端面积 404,622.31 平方米，复合增长率 19.77%。截至 2013 年 6 月 30 日，贵人鸟共拥有零售终端 5,508 家，零售终端总面积 415,268.98 平方米。

图 4：公司零售终端数量及面积



数据来源：西南证券

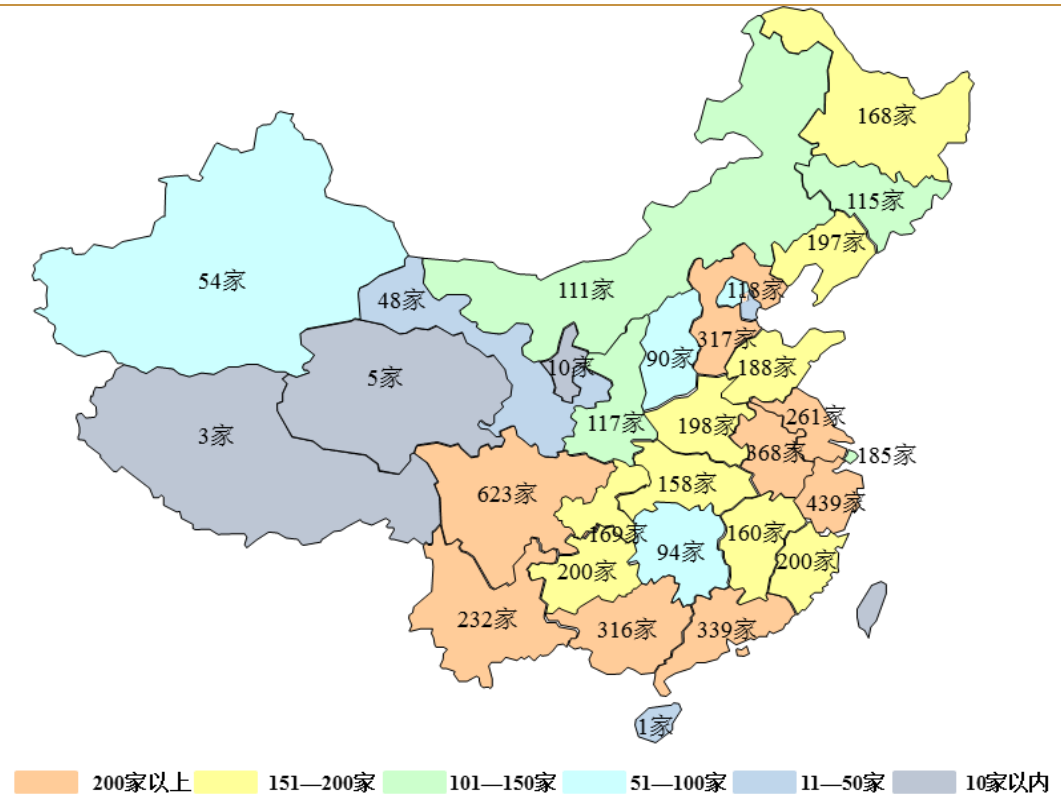
图 5：零售终端数量城市分布图



数据来源：西南证券



图 6: 公司营销网络分布



数据来源: 西南证券

## (二) 成本优势

除 2011 年外, 企业自 2010 年以来期间费用占营业收入的比重均低于行业可比企业的平均值, 说明企业具有一定的成本优势。其中, 2011 年期间费用占营业收入比重高于可比企业行业平均值主要是因为 2011 年销售费用占比增加所致, 具体是因为该年度企业品牌推广广告和广告费用大幅增加。

表 4: 可比企业期间费用占营业收入比重

公司	2013.6.30	2012	2011	2010
安踏	20.39%	19.40%	18.83%	18.51%
361 度	27.48%	25.43%	18.93%	18.62%
特步	21.56%	22.68%	19.18%	19.04%
李宁	N/A	N/A	41.54%	33.41%
匹克	24.35%	24.03%	19.96%	14.86%
乔丹	N/A	N/A	N/A	10.27%
均值	23.45%	22.89%	23.69%	19.12%
中值	22.96%	23.36%	19.18%	18.57%
贵人鸟	19.10%	18.49%	19.82%	15.18%

数据来源: 公司招股说明书



## 四、公司财务分析及同行业比较

### （一）盈利能力

公司 2013 年 1—6 月共实现营业收入 122,908.20 万元，其中主营业务收入 122,889.84 万元，相比去年同期下降 11.45%。2012 年度公司实现主营业务收入 285,512.89 万元，占营业收入比例 99.99%。具体分产品来看，自 2010 年至 2012 年，各分类产品的营业收入均在上升，且服饰所占的比重在逐年增加，而鞋类和配饰所占的比重则在逐年减少：服饰占比由 2010 年的 47.49% 上升到 2013 年 1-6 月的 63.58%，而鞋类占比则由 2010 年的 50.89% 逐渐下降到 2013 年 1-6 月的 35.96%。2013 年 1-6 月公司鞋类产品的毛利率为 38.25%，较去年同期略有下降，且低于可比企业的行业平均值 40.43%；2013 年 1-6 月公司服装产品的毛利率为 41.16%，较去年同期有所上升，且高于可比企业的行业平均值 37.81%。从 2012 年盈利指标来看，企业各盈利指标均高于行业内可比的其它企业，说明企业具有较强的盈利能力。企业以经销商为主要销售渠道，占公司销售额的 99% 以上，且产品销售主要集中在西南地区。分产品主营业务成本的变动与主营业务收入也相一致。

图 7：分产品主营业务收入



数据来源：西南证券

图 8：分产品主营业务成本



数据来源：西南证券

表 5：公司近三年一期各品类运动鞋销售额

品类	2013 年 1-6 月		2012 年度		2011 年度		2010 年度	
	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比
板鞋	16,782.06	37.98%	44,965.01	38.57%	52,192.61	40.63%	19,883.88	25.46%
户外	367.13	0.83%	3,224.07	2.77%	2,974.29	2.32%	2,485.60	3.18%
篮球鞋	605.71	1.37%	3,999.20	3.43%	3,626.22	2.82%	2,129.00	2.73%
跑鞋	11,620.30	26.30%	31,080.23	26.66%	29,699.75	23.12%	26,177.57	33.52%
乒羽网	621.87	1.41%	4,843.46	4.15%	5,146.30	4.01%	5,534.76	7.09%
运动生活	14,194.10	32.12%	28,463.93	24.42%	34,830.69	27.11%	21,882.21	28.02%
合计	44,191.18	100.00%	116,575.91	100.00%	128,469.85	100.00%	78,093.01	100.00%

数据来源：招说明书

**表 6: 公司近三年一期各品类运动服装及配饰销售额**

品类	2013年 1-6月		2012年度		2011年度		2010年度	
	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比
运动套装	11,948.99	15.18%	30,173.61	17.86%	36,516.31	26.78%	19,028.45	25.25%
T恤	28,051.88	35.64%	36,647.02	21.69%	20,001.00	14.67%	10,634.69	14.11%
夹克	6,634.91	8.43%	16,676.75	9.87%	11,585.89	8.50%	4,386.92	5.82%
运动裤	18,405.00	23.39%	27,470.39	16.26%	16,535.88	12.12%	12,177.57	16.16%
羽绒	842.53	1.07%	8,640.20	5.11%	8,213.15	6.02%	4,361.19	5.79%
棉衣	2,080.50	2.64%	29,153.72	17.26%	19,440.91	14.25%	12,180.48	16.16%
风衣	3,930.01	4.99%	5,260.30	3.11%	5,831.31	4.28%	5,325.74	7.07%
马夹	133.57	0.17%	196.66	0.12%	90.52	0.07%	17.61	0.02%
毛衣	25.18	0.03%	1,464.75	0.87%	1,438.25	1.05%	1,475.22	1.96%
卫衣	6,085.57	7.73%	10,519.35	6.23%	11,614.25	8.52%	3,297.77	4.38%
配饰	560.51	0.71%	2,734.25	1.62%	5,113.40	3.75%	2,481.94	3.29%
合计	78,698.66	100.00%	168,936.98	100.00%	136,380.84	100.00%	75,367.57	100.00%

数据来源: 招说明书

从近三年的分区域销售情况来看, 西南地区销售额占比一直处于第一, 且有逐年增加的趋势, 华中与华南地区的销售额在逐年下降, 东北地区在逐年增加, 而华北与西北地区保持相对稳定。

**表 7: 公司近三年一期按地区划分销售收入**

品类	2013年 1-6月		2012年度		2011年度		2010年度	
	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比	销售额(万元)	占比
西南	29,298.81	23.84%	69,367.04	24.30%	57,414.62	21.68%	30,571.01	19.92%
华中	10,131.08	8.24%	26,705.83	9.35%	33,209.22	12.54%	24,310.21	15.84%
华南	11,316.96	9.21%	33,140.76	11.61%	36,691.46	13.85%	19,323.66	12.59%
东北	10,440.36	8.50%	22,437.61	7.86%	10,024.13	3.78%	8,234.88	5.37%
华北	16,045.49	13.06%	29,590.79	10.36%	27,366.79	10.33%	15,711.73	10.24%
西北	4,452.00	3.62%	9,556.84	3.35%	7,999.15	3.02%	5,725.27	3.73%
合计	122,889.84	100.00%	285,512.89	100.00%	264,850.70	100.00%	153,460.58	100.00%

数据来源: 公司招股说明书

服饰鞋类销售具有明显的季节性, 受产品售价及销售需求的影响, 每年三、四季度为公司的销售旺季。2010年至2012年, 本公司在旺季实现的营业收入占全年收入的比重分别为65.29%、58.29%和51.40%。

**表 8: 公司报告期内分季度营业收入**

季度	2013 年 1-6 月		2012		2011		2010	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
第一季度	65,232.44	53.07%	79,022.69	27.67%	63,448.05	23.96%	25,009.55	16.29%
第二季度	57,675.76	46.93%	59,755.31	20.93%	47,071.68	17.77%	28,272.23	18.42%
第三季度	-	-	58,388.80	20.45%	74,980.84	28.31%	37,499.33	24.43%
第四季度	-	-	88,375.72	30.95%	79,392.82	29.98%	62,718.44	40.86%
合计	122,908.20	100.00%	285,542.51	100.00%	264,893.40	100.00%	153,499.55	100.00%

数据来源: 公司招股说明书

**表 9: 可比企业 2012 年盈利能力指标**

公司	ROE	ROA	销售毛利率
李宁	-77.83%	-29.63%	37.84%
安踏	20.71%	14.91%	37.95%
361 度	15.83%	11.06%	39.84%
特步	19.80%	13.51%	40.68%
匹克	7.64%	6.26%	36.45%
平均值	-2.77%	3.22%	38.55%
贵人鸟	48.06%	24.36%	40.70%

数据来源: WIND, 公司招股说明书

## (二) 偿债能力分析

纵向来看, 母公司资产负债率自 2011 年以来在逐年上升, 同时 2013 年第 2 季度流动比率、速动比率、利息保障倍数、息税折旧摊销前利润均低于 2012 年, 表明相对于 2012 年, 企业 2013 年偿债能力有所减弱, 主要是因为企业规模较快扩张, 受融资渠道限制, 大幅增加债务融资所致; 横向来看, 企业资产负债率高于可比企业的行业平均值及中值, 在可比企业中仅低于李宁, 且企业流动比率、速动比率及利息保障倍数均低于可比企业的行业平均值, 表明企业的偿债能力低于可比企业的平均值, 这是由于企业扩张规模, 增加债务融资所致。未来公司应加强负债管理, 增强偿债能力。

**表 10: 公司偿债能力指标**

项目	2013.6.30	2012	2011	2010
母公司资产负债率 (%)	63.62%	54.19%	51.49%	56.69%
流动比率 (倍)	1.33	1.51	1.29	1.23
速动比率 (倍)	1.23	1.39	1.1	1.04
利息保障倍数 (倍)	11.57	16.58	19.53	19.63
息税折旧摊销前利润 (万元)	27,622.35	70,384.66	54,113.45	28,588.59

数据来源: 资料来源: 公司招股说明书

**表 11: 可比公司 2012 年偿债能力指标**

公司	资产负债率(合并)	流动比率	速动比率	利息保障倍数
李宁	69.96%	1.2	0.92	N/A
安踏	30.92%	2.8	2.56	99.85
匹克	19.12%	4.72	4.29	48.93
特步	34.15%	4.06	3.66	18.02
361 度	34.41%	3.44	3.17	13.4
均值	37.71%	3.24	2.92	45.05
中值	34.15%	3.44	3.17	33.47
贵人鸟	49.31%	1.51	1.39	16.58

数据来源: WIND, 公司招股说明书, 注: 李宁 2012 年度税前亏损 18.05 亿元。

### (三) 营运能力

纵向来看, 企业应收账款周转率及存货周转率在逐渐降低, 表明公司的营运能力略有减弱, 主要是因为扩大生产规模所致, 但是公司的营运能力指标走势与行业平均值走势一致, 这意味着公司营运能力指标降低受到行业因素的影响。横向来看, 公司应收账款周转率和存货周转率均低于可比企业的行业平均值及中值, 表明整体上企业的营运能力低于行业平均值, 但是这一较高的行业平均营运能力指标主要是由李宁造成的, 贵人鸟的营运能力均高于安踏、361 度和特步。其中, 企业应收账款周转率较低主要是因为公司营销网络处于快速扩张阶段, 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。企业存货周转率高于可比企业的行业平均值, 主要是因为公司采用“以销定产”的生产模式, 安全库存降低。

**表 12: 公司营运能力指标**

项目	2013.6.30	2012	2011	2010
应收账款周转率(次/年)	2.63	3.93	5.31	5.14
存货周转率(次/年)	9.12	9.5	9.44	8.62

数据来源: 招股说明书

**表 13: 可比公司 2012 年营运能力指标**

公司	应收账款周转率	存货周转率
李宁	10.67	4.08
安踏	2.99	7.25
361 度	2.45	6.53
特步	3.76	5.25
匹克	5.22	4.57
乔丹	N/A	N/A
均值	5.02	5.54
中值	3.76	5.25
贵人鸟	3.93	9.5

数据来源: 公司招股说明书

## (四) 成长性分析

公司 2012 年营业收入增长率和营业利润增长率分别为 7.80%、25.8%，相对于 2011 年大幅降低，这意味着公司成长速度有所放缓。但公司 2012 年和 2011 年营业收入增长率和营业利润增长率均远高于可比企业的行业平均值，行业内李宁与匹克等品牌的销售收入大幅减少，分别同比下降 24.52%和 37.53%，这也表明公司具有较强的成长性。从公司成长性指标来看，今年公司跟随行业整体处于调整期，增长速度有所放缓，但相对于业内其他公司来看，公司仍然具有较强的成长性。

表 14: 可比公司成长性指标

项目	2012		2011	
	营业收入增长率	营业利润增长率	营业收入增长率	营业利润增长率
李宁	-24.52%	-589.35%	-5.80%	-69.45%
安踏	-14.40%	-25.80%	20.20%	14.01%
361 度	-11.10%	-47.19%	14.84%	20.92%
特步	0.19%	-14.42%	24.29%	22.94%
匹克	-37.53%	-7.33%	9.36%	-59.78%
平均值	-17.47%	-136.82%	12.58%	-14.27%
贵人鸟	7.80%	25.80%	72.57%	87.92%

数据来源: 资料来源: WIND 数据库、公司招股说明书

## 五、公司盈利预测与估值

假设贵人鸟 2013-2015 年鞋类的平均销售单价为 91.29 元、95.85 元和 96.81 元，服装配饰平均销售单价为 73.29 元、75.49 元和 77.00 元；

2013 年-2015 年鞋类的平均单位成本为 52.44 元、53.49 元和 55.09 元，服装配饰的平均单位成本分别为 51.51 元、52.45 元和 54.12 元

2013 年-2015 年鞋类的销量分别为 1112 万双、1178 万双和 1582 万双、服装配饰的销量分别为 1928 万件、2121 万件和 2227 万件；

预计公司 2013 年-2015 年公司营业收入分别为 24.28 亿元、27.61 亿元和 32.63 亿元；归属上市公司的净利润分别为 3.67 亿元、4.39 亿元和 5.41 亿元，实现每股基本收益为 0.70 元、0.72 元和 0.88 元。相对于发行价 10.6 元对应的 PE 分别为 15.14 倍、14.72 倍和 12.05 倍。

表 15: 公司盈利预测

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>平均销售单价 (元)</b>						
鞋类	75.06	86.39	88.63	91.29	95.85	96.81
服装配饰	69.90	79.70	76.43	73.29	75.49	77.00
<b>平均单位成本 (元)</b>						
鞋类	48.61	48.32	51.41	52.44	53.49	55.09

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
服装配饰	49.99	53.15	45.99	51.51	52.54	54.12
<b>销售量(双)</b>						
鞋类	10,404,466	14,870,681	13,152,568	11,119,227	11,781,000	15,822,750
服装配饰	12,949,227	21,175,959	24,171,203	19,279,064	21,206,970	22,267,319
<b>营业成本(万元)</b>						
鞋类	50,572	71,862	67,614	58,307	63,013	87,170
服装配饰	53,851	90,606	101,688	99,304	111,419	120,500
总计	104,424	162,468	169,302	157,611	174,432	207,670
<b>营业收入(万元)</b>						
鞋类	78,093	128,470	116,576	101,506	112,925	153,183
服装配饰	75,368	136,381	168,937	141,296	163,197	173,071
总计	153,461	264,851	285,513	242,802	276,122	326,254
<b>营业利润(万元)</b>						
鞋类	27,521	56,608	48,962	43,199	49,912	66,013
服装配饰	21,516	45,775	67,249	41,992	51,778	52,571
总计	49,037	102,383	116,211	85,191	101,690	118,584

数据来源: 西南证券

## 六、风险提示

- 应收账款大幅增加, 坏账准备风险: 自 2010 年以来, 企业应收账款增加较快, 由 2010 年的 406,562,361.20 元, 增加至 2012 年的 862,034,454.69 元, 年复合增长率达 45.61%。截至 2013 年 6 月 30 日, 企业应收账款进一步增加至 1,004,069,900.72 元, 占流动资产的 45.83%, 占总资产的 35.22%。企业应收账款的大幅增加可能会增加其坏账的风险。
- 税收优惠到期: 公司自 2008 年至 2012 年实行“两免三减半”税收优惠政策, 该政策于 2013 年到期后若无其他税收优惠政策, 企业将实行 25% 的企业所得税税率。
- 客户较为集中的风险: 截至企业 2013 年 6 月 30 日, 企业实现的销售收入中, 前五大客户占 55.27%, 第一大客户的比重达 22.53%, 相对于 2012 年前五大客户占比 52.66%, 第一大客户占比 20.24% 略有上升, 可能会存在依赖大客户的风险。

**附录：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表					主要财务比率				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	568	486	552	653	营业收入	2855	2428	2761	3263
应收和预付款项	1121	1011	1538	1697	增长率(%)	7.80%	-14.97%	13.72%	18.16%
存货	159	184	202	250	归属母公司股东净利润	528	367	439	541
其他流动资产	0	0	0	0	增长率(%)	29.46%	-30.53%	19.77%	23.14%
长期股权投资	0	0	0	0	每股收益(EPS)	1.01	0.70	0.72	0.88
投资性房地产	0	0	0	0	每股经营现金流	0.90	0.26	0.65	0.10
固定资产和在建工程	531	525	1277	1254	销售毛利率	40.70%	35.09%	35.75%	36.35%
无形资产和开发支出	58	57	56	54	销售净利率	18.49%	15.11%	15.91%	16.58%
其他非流动资产	50	50	50	50	净资产收益率(ROE)	40.99%	23.74%	16.07%	17.38%
资产总计	2489	2313	3675	3958	投入资本回报率(ROIC)	39.25%	19.78%	21.07%	17.94%
短期借款	578	505	211	418	市盈率(P/E)	9.85	14.18	13.85	11.25
应付和预收款项	622	263	730	427	市净率(P/B)	4.04	3.37	2.23	1.95
长期借款	0	0	0	0	<b>利润表</b>				
其他负债	0	0	0	0	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
负债合计	1201	768	941	845	营业收入	2855	2428	2761	3263
股本	525	525	614	614	减：营业成本	1693	1576	1774	2077
资本公积	46	46	839	839	营业税金及附加	21	18	21	24
留存收益	717	974	1282	1660	营业费用	363	313	355	420
归属母公司股东权益	1288	1545	2735	3113	管理费用	120	91	103	122
少数股东权益	0	0	0	0	财务费用	45	20	9	5
股东权益合计	1288	1545	2735	3113	资产减值损失	13	5	11	11
负债和股东权益合计	2489	2313	3675	3958	加：投资收益	0	0	0	0
					公允价值变动损益	0	0	0	0
					其他经营损益	0	0	0	0
					营业利润	600	405	488	604
					加：其他非经营损益	27	14	14	14
					利润总额	627	419	502	618
					减：所得税	99	52	63	77
					净利润	528	367	439	541
					减：少数股东损益	0	0	0	0
					归属母公司股东净利润	528	367	439	541

数据来源：西南证券



## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn