

深耕三四线市场，调整仍将持续

■ **定位大众消费，门店集中三四线城市：**公司定位大众消费市场，以“运动休闲”作为产品开发重心，在三四线城市具备较强的网络布局优势。截止至13年底，公司共有门店5560家，三四线城市占比超过76%。

■ **行业调整步入尾声：**运动行业经历3年多调整，目前行业处于底部回升势态，从龙头公司订货会数据来看，根据自身调整时间先后重拾正增长，贵人鸟的调整略晚于安踏、特步等，我们预计公司收入调整将持续至14年年底。

■ **电商布局谨慎，以清库存为主：**晋江品牌对电商布局比较谨慎，线上仍以清库存为主，但也在探索线上线下融合的方法。线下渠道仍然以下沉为主，由于公司面向的是低收入层次群体，进入商场、shoppingmall有一定难度，但会考虑以特卖形式入驻，同时也会在一二线城市的边缘商圈开店。今年门店调整近千家，部分升级部分关店，我们预计总体来看今年公司门店会持平或略减。

■ **投资建议：**运动行业调整近尾声，这轮补库存行情导致先调整的公司先走出来，但我们认为终端需求仍然受到压制，对于公司这样规模的运动品牌企业，目前的方向仍然是清理库存包袱、调整渠道结构、加强终端零售管理，恢复高增长仍需一定时间。我们预计公司2014年-2016年EPS分别为0.67元/0.7元/0.8元，收入增速分别为-2%、1.9%、7.7%，净利润增速分别为-2.3%、4.3%、13.4%，给予“中性-A”的投资评级，6个月目标价为12.6元，对应15年18倍PE。

■ **风险提示：**1) 需求恢复低于预期，行业调整周期拉长；

投资评级

中性-A

调高评级

6个月目标价

12.60元

股价(2014-07-10)

11.86元

交易数据

总市值(百万元)	7,282.04
流通市值(百万元)	1,055.54
总股本(百万股)	614.00
流通股本(百万股)	89.00
12个月价格区间	10.60/15.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.09	0.26	
绝对收益	5.24	-5.50	

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

苏林洁

021-68763865
sulj@essence.com.cn

相关报告

渠道扩张促使业务逆势上扬 2014-01-09

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,855.4	2,405.9	2,361.3	2,406.3	2,592.8
净利润	528.0	423.5	413.8	431.5	489.3
每股收益(元)	0.86	0.69	0.67	0.70	0.80
每股净资产(元)	2.10	2.15	2.76	3.26	3.81
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	13.9	17.3	17.7	17.0	15.0
市净率(倍)	5.7	5.6	4.3	3.7	3.1
净利润率	18.5%	17.6%	17.5%	17.9%	18.9%
净资产收益率	41.0%	32.1%	24.4%	21.6%	20.9%
股息收益率	0.0%	3.8%	1.7%	1.8%	2.0%
ROIC	50.9%	35.5%	27.9%	35.7%	29.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

安信纺织服装_贵人鸟调研纪要

董秘周世勇

时间：2014年7月10日

问：运动行业需求是否已经恢复

答：运动行业现在是看个体分化，行业来看是很接近底部准备往回走的状态，特点之一就是终端折扣在往上提——旧货少，新货多。

问：行业洗牌是否结束

答：晋江品牌的洗牌已经有一定时间了，从12年开始关的工厂有不少，今年可能已经走到尾声。从自己公司角度还在调整（库存），从终端角度已经结束（需求）。

问：价格带趋势

答：前几年行业定价往上提的幅度较大，竞争激烈时终端折扣率较低，现在价格带往下移，相对打折没以前那么凶。

问：公司怎么看电商发展

答：首先自己倍率不高（4-4.5），终端折扣率本身比较高，如果电商以低价为主挣不到钱，且电商费用很高；其次服装电商本身就是去库存，自己库存不多；最后线下规模已经很大，现在线上占比很少（代理商做），不可能马上做到很大规模。

公司对电商的态度还是比较谨慎，以清库存为主。不会舍弃现有的线下渠道，线上和线下问题上在想怎么融合，而不是怎么竞争。

问：电商的折扣

答：目前是以库存为主，平均4+折，类似双十一这样的大型活动，会3+折。

问：渠道调整政策

答：短期看还是往三四线城市走，进入商场、shoppingmall 有难度，下一步争取在这类渠道做特卖、临时卖场的活动，利用商场的人流达到销售效果。

现在公司渠道下沉已经很深，乡镇级别的渠道占比30-40%，未来会在一二线城市偏远商圈寻找店铺，其实大城市边缘的商圈开店成本很低，并不会亏钱。

今年门店还是调整近千家，但不意味着关店那么多家，有可能是升级。

问：怎么看待行业的变化，从专业向休闲转变

答：有些运动服饰变休闲了，因为朝专业上走很难，品牌壁垒比较强。品牌壁垒指的是消费者心理对品牌的认知，比如某些品牌以“专业”做营销推广，让消费者认知为“专业”，但最终销售额占比大的部分也不是专业产品。

问：国际品牌渠道下沉对公司的影响

底层市场的消费群对价格敏感度很高，自己的定价比较亲民。

自己本身定位较低收入市场的轻运动，只有大城市的人才会把专业运动分得很清，每一类运动都有一

套特定的装备，在低层级市场，运动、生活分得不是那么清，可能跑步的衣服、鞋都可以日常穿，专门为了运动买衣服的非常少。

问：与特步的差异

答：没特步那么时尚

问：品牌代言人

答：现在换了黄晓明和林志玲，也是为了更为亲民。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年07月11日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,855.4	2,405.9	2,361.3	2,406.3	2,592.8	成长性					
减:营业成本	1,693.2	1,428.2	1,390.7	1,410.2	1,512.1	营业收入增长率	7.8%	-15.7%	-1.9%	1.9%	7.7%
营业税费	21.4	21.4	21.3	21.7	23.3	营业利润增长率	25.8%	-12.9%	0.7%	3.4%	13.5%
销售费用	362.9	235.3	231.4	240.6	259.3	净利润增长率	29.5%	-19.8%	-2.3%	4.3%	13.4%
管理费用	119.8	121.9	120.4	120.3	129.6	EBITDA 增长率	28.2%	-10.0%	0.7%	5.1%	10.4%
财务费用	45.3	46.1	41.4	39.9	21.3	EBIT 增长率	27.5%	-11.9%	-0.2%	2.8%	9.4%
资产减值损失	12.9	30.4	30.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	28.8%	-21.9%	-0.2%	3.0%	9.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	27.0%	-19.5%	31.9%	-23.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.4%	2.3%	28.7%	17.8%	17.1%
营业利润	599.9	522.5	526.1	543.7	617.1	利润率					
加:营业外净收支	27.0	44.6	27.9	33.2	35.3	毛利率	40.7%	40.6%	41.1%	41.4%	41.7%
利润总额	626.9	567.1	554.0	576.9	652.4	营业利润率	21.0%	21.7%	22.3%	22.6%	23.8%
减:所得税	98.9	143.6	140.2	145.4	163.1	净利润率	18.5%	17.6%	17.5%	17.9%	18.9%
净利润	528.0	423.5	413.8	431.5	489.3	EBITDA/营业收入	23.9%	25.5%	26.2%	27.0%	27.6%
						EBIT/营业收入	22.6%	23.6%	24.0%	24.3%	24.6%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	58	76	76	85	93
货币资金	616.5	515.3	1,180.6	1,203.2	1,296.4	流动营业资本周转天数	69	115	115	91	59
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	201	299	328	358	322
应收帐款	862.3	1,374.9	592.8	1,145.1	295.4	应收帐款周转天数	92	167	150	130	100
应收票据	73.5	33.0	72.2	40.5	76.7	存货周转天数	22	20	22	21	21
预付帐款	185.1	65.0	185.6	78.0	195.3	总资产周转天数	281	396	432	488	468
存货	159.1	106.9	175.2	106.7	190.2	投资资本周转天数	143	203	209	212	198
其他流动资产	0.2	2.0	3.0	1.8	2.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	41.0%	32.1%	24.4%	21.6%	20.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	20.8%	15.4%	14.2%	11.9%	15.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	50.9%	35.5%	27.9%	35.7%	29.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	521.1	495.2	501.9	632.1	713.2	销售费用率	12.7%	9.8%	9.8%	10.0%	10.0%
在建工程	10.2	31.9	79.1	287.5	232.5	管理费用率	4.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%
无形资产	58.1	63.6	61.6	62.3	62.7	财务费用率	1.6%	1.9%	1.8%	1.7%	0.8%
其他非流动资产	55.0	66.9	59.2	59.9	61.7	三费/营业收入	18.5%	16.8%	16.7%	16.7%	15.8%
资产总额	2,541.3	2,754.7	2,911.2	3,616.9	3,126.3	偿债能力					
短期债务	578.5	782.1	765.6	877.2	250.5	资产负债率	49.3%	52.2%	41.7%	44.7%	25.1%
应付帐款	555.3	561.5	320.5	653.3	400.6	负债权益比	97.3%	109.0%	71.6%	81.0%	33.5%
应付票据	60.0	-	43.0	7.9	47.1	流动比率	1.51	1.46	1.82	1.59	2.62
其他流动负债	59.4	93.3	85.5	79.8	87.0	速动比率	1.39	1.39	1.67	1.53	2.38
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	14.23	12.33	13.71	14.64	29.99
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,253.2	1,436.9	1,214.7	1,618.3	785.2	DPS(元)	-	0.45	0.20	0.21	0.24
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	65.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	525.0	525.0	614.0	614.0	614.0	股息收益率	0.0%	3.8%	1.7%	1.8%	2.0%
留存收益	763.1	792.9	1,082.6	1,384.6	1,727.1						
股东权益	1,288.1	1,317.9	1,696.6	1,998.6	2,341.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.86	0.69	0.67	0.70	0.80
净利润	528.0	423.5	413.8	431.5	489.3	BVPS(元)	2.10	2.15	2.76	3.26	3.81
加:折旧和摊销	36.3	44.5	50.1	65.7	78.5	PE(X)	13.9	17.3	17.7	17.0	15.0
资产减值准备	12.9	30.4	-	-	-	PB(X)	5.7	5.6	4.3	3.7	3.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	14.0	24.1	10.6	48.0	30.3
财务费用	37.9	46.9	41.4	39.9	21.3	P/S	2.6	3.0	3.1	3.0	2.8
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	11.1	10.7	8.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-6.5%	4.9%	10.0%	-100.0%	-100.0%
营运资金的变动	-169.6	-321.4	355.1	-51.9	404.0	PEG	-2.1	3.5	1.8	-0.2	-0.1
经营活动产生现金流量	468.2	202.1	860.4	485.2	993.0	ROIC/WACC	5.4	3.7	2.9	3.8	3.1
投资活动产生现金流量	-55.2	-54.2	-102.0	-405.0	-105.0	REP	-	-	1.9	1.1	1.6
融资活动产生现金流量	-73.4	-237.0	-93.0	-57.7	-794.8						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

