

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

贵人鸟 (603555)

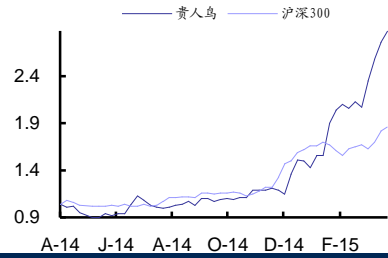
买入

2014 年年报点评

(维持评级)

2015 年 03 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	614/114
总市值/流通 (百万元)	21,294/3,950
上证综指/深圳成指	3,787/13,193
12 个月最高/最低元)	36.00/10.13

相关研究报告:

《贵人鸟-603555-重大事件快评: 体育产业新龙头诞生》——2015-01-20

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162

E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070005

联系人: 郭陈杰

电话: 021-60875168

E-MAIL: guocj@guosen.com.cn

财报点评

A 股体育产业龙头, 有望乘政策之风而上

● 14 年业绩下滑 26.3%, 主业经营有望触底

公司 2014 年实现营收 19.20 亿元, 同比下滑 20.2%, 净利润 3.12 亿元, 同比下滑 26.3%, EPS 0.51 元, 其中 Q4 营收下滑 18.8%, 净利润下滑 30.8%。公司 14 年业务模式由“批发模式”向“以零售为导向”转型升级, 加快终端渠道调整及去库存力度, 14 年净关店 534 家, 零售终端规模收缩至 5026 家, 其中三四线渠道占比 76%, 存货及应收账款方面, 周转率呈现持续改善趋势, 经销商库存逐步向合理水平回归, 同时单店销售实现小幅度增长。随着国内运动用品行业逐步回暖, 公司主业经营有望触底, 为全面战略转型提供有力支撑。

● 战略转型迈出实质性步伐, 牵手虎扑布局体育产业未来

公司长期从事运动品牌经营, 对体育产业具有较为深刻的理解, 在相关资源方面已形成一定积累, 随着 2014 年国务院颁布多项体育促进政策, 产业即将进入爆发式发展阶段, 公司也明确提出加快布局体育产业的战略目标。具体来看, 公司主要从两方面推进产业布局, **1. 外延并购:** 公司与中欧盛世资产管理公司成立合资公司, 以此为平台布局盈利模式相对清晰、成熟的体育产业项目, 同时, 公司与虎扑体育成立体育产业基金 (20 亿元), 重点关注 O2O 体育运营 (篮球、足球等)、体育培训与个人健身服务、智能设备、体育网络媒体等创新项目。随着体育产业进一步明晰化, 有望推动行业内大规模并购浪潮, 公司作为较早介入的资本力量, 有望获得充分的发展契机。**2. 牵手虎扑体育:** 公司目前已成为虎扑第二大股东, 作为国内最大的体育类垂直媒体, 虎扑拥有超过 3500 万活跃用户, 具有强大用户基础, 商业化价值突出。公司希望以自身资本优势, 推动虎扑向体育 O2O、移动端等重点领域延伸布局, 寻求更多将用户与平台价值变现的可能, 并以虎扑为核心加快体育产业线上线下布局, 逐步搭建起体育生态圈。

● 风险提示

战略合作进度不及预期; 运动用品行业复苏缓慢。

● A 股体育产业龙头, 有望乘政策之风而上, 维持买入评级

经过多年渠道与库存调整, 公司经营情况已基本触底, 主业有一定支撑, 同时公司牵手虎扑并成立产业基金, 全面切入体育产业, 布局将不断完善和丰富。作为 A 股市场纯正的体育标的和 A 股体育产业新龙头, 稀缺性突出, 有望乘政策之风而上, 维持买入评级, 预计公司 15~17 年 EPS 0.58/0.65/0.72 元。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,406	1,920	2,087	2,249	2,401
(+/-%)	-15.7%	-20.2%	8.7%	7.8%	6.7%
净利润(百万元)	423	312	353	398	441
(+/-%)	-19.8%	-26.3%	13.1%	12.6%	10.8%
摊薄每股收益 (元)	0.69	0.51	0.58	0.65	0.72
EBIT Margin	25.5%	24.4%	22.0%	22.9%	23.6%
净资产收益率 (ROE)	32.1%	14.0%	14.3%	14.6%	14.6%
市盈率 (PE)	50.3	68.2	60.3	53.5	48.3
EV/EBITDA	34.6	45.0	45.1	40.4	36.8
市净率 (PB)	16.2	9.5	8.6	7.8	7.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1193	2760	2887	3132
应收款项	1497	1144	1232	1315
存货净额	211	87	89	94
其他流动资产	543	63	67	72
流动资产合计	3444	4053	4276	4614
固定资产	597	594	585	571
无形资产及其他	127	122	117	112
投资性房地产	38	38	38	38
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	4206	4807	5016	5335
短期借款及交易性金融负债	495	1000	900	900
应付款项	602	452	498	526
其他流动负债	53	70	75	79
流动负债合计	1150	1522	1473	1505
长期借款及应付债券	794	794	794	794
其他长期负债	25	25	25	25
长期负债合计	819	819	819	819
负债合计	1970	2342	2292	2325
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2236	2465	2724	3010
负债和股东权益总计	4206	4807	5016	5335

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.51	0.58	0.65	0.72
每股红利	0.53	0.20	0.23	0.25
每股净资产	3.64	4.02	4.44	4.90
ROIC	12%	13%	19%	20%
ROE	14%	14%	15%	15%
毛利率	41%	41%	42%	43%
EBIT Margin	23%	22%	23%	24%
EBITDA Margin	25%	25%	26%	27%
收入增长	-20%	9%	8%	7%
净利润增长率	-26%	13%	13%	11%
资产负债率	47%	49%	46%	44%
息率	2%	1%	1%	1%
P/E	68.2	60.3	53.5	48.3
P/B	9.5	8.6	7.8	7.1
EV/EBITDA	48.2	45.1	40.4	36.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1920	2087	2249	2401
营业成本	1132	1226	1305	1380
营业税金及附加	15	13	13	14
销售费用	193	221	241	257
管理费用	145	168	176	183
财务费用	51	26	26	21
投资收益	1	1	2	2
资产减值及公允价值变动	(12)	(13)	(13)	(14)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	372	422	477	534
营业外净收支	46	49	54	54
利润总额	418	471	531	588
所得税费用	105	118	133	147
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	312	353	398	441

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	312	353	398	441
资产减值准备	(19)	1	0	0
折旧摊销	48	65	70	75
公允价值变动损失	12	13	13	14
财务费用	51	26	26	21
营运资本变动	(633)	825	(46)	(60)
其它	377	(1)	0	0
经营活动现金流	97	1256	436	470
资本开支	(82)	(70)	(70)	(70)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(82)	(70)	(70)	(70)
权益性融资	882	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(325)	(124)	(139)	(154)
其它融资现金流	431	505	(100)	0
融资活动现金流	663	381	(239)	(154)
现金净变动	678	1567	127	245
货币资金的期初余额	515	1193	2760	2887
货币资金的期末余额	1193	2760	2887	3132
企业自由现金流	(342)	1164	340	370
权益自由现金流	89	1650	221	354

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
贺平鸽	0755-82133396	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		汽车及配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 18516250266	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	82130833-701503 18682071096
						xiaxue@guosen.com	
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				