

运动鞋服回暖, 晋升体育新贵

- 业绩总结:** 公司 2015 年全年实现营业收入 19.7 亿元, 同比增长 2.6%, 营业利润 3.8 亿元, 同比增长 1.6%, 归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 6.3%。业绩基本符合预期。2016 年 Q1 公司实现营业收入 5.2 亿元, 同比增长 0.4%, 营业利润 1.1 亿元, 同比增长 6.5%, 归母净利润 8213.8 万元, 同比增长 7.2%。
- 产品结构稳定, 毛利率小幅提升。** 公司 2015 年鞋类业务收入 11 亿元, 占比 56.1%, 同比增长 7.3%; 服装业务收入 8.4 亿元, 占比 42.5%, 同比下降 2.9%; 配饰收入 2709.3 万元, 占比 1.4%, 同比下降 4.1%。公司产品结构已较为稳定, 业绩占比变化不大。公司 2015 年毛利率 45.2%, 较去年增加了 4.2 个百分点, 这归因于公司清理库存的周期结束, 批发价格恢复到正常水平, 毛利率回升。**业绩增长来自于:** 1) 行业回暖, 库存清理完毕。公司服装、鞋类和配饰的库存同比分别下降 0.3%、0.3%和 0.1%, 已在正常水平; 2) 渠道改善, 低效店关停, 恢复内生增长。公司 2016 年新开零售终端 71 家, 关闭零售终端 148 家。截止到 2016Q1, 公司零售终端数量达到 4388 家, 保持同店增速+5%; 3) 研发加码。公司 2015 年引入国内外优秀设计团队, 研发团队规模进一步扩大至 303 人, 研发投入 3648.4 万元, 同比增加 17.1%。产品的高附加值提高了产品的盈利性。
- 体育项目投资多点开花。** 1) 公司通过泉晟投资持有虎扑 16.1% 股份并与虎扑体育成立了动域资本, 已投资包括“懂球帝”、“智慧运动场”“咸鱼游戏”“ZEEP”“趣运动”等 14 个项目, 按最新估值, 上述投资已实现综合收益约 1.1 亿元; 2) 子公司贵人鸟香港入股 BOY, 已对 BOY 进行第一期投资 500 万欧元并向其提供了 500 万欧元的分利资本化贷款, 投资完成后贵人鸟香港持有 BOY 30.77% 股权; 3) 公司与大体协、虎扑等成立的康湃思已经设立完成, 康湃思举办的中国大学生马拉松联赛等已在全国多个高校展开。
- 未来投资看点:** 1) 虎扑拟发起 IPO, 动域资本投资继续推进; 2) BOY 积极参与 2016 中超联赛冬季转会, 逐步涉足国内球员转会市场; 3) 校园体育公司相继落地; 4) 打造体育云平台, 深挖大数据, 加码产业布局。
- 盈利预测及评级:** 综合考虑 2016 年鞋服行业 PE 均值 25 倍和体育可比公司 PE 均值 90 倍, 给予公司 2016 年 55 倍 PE, 目标价 33 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 体育投资回收期过长的风险; 募投项目效果或不及预期的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1969.02	2111.65	2307.90	2573.33
增长率	2.57%	7.24%	9.29%	11.50%
归属母公司净利润(百万元)	331.84	369.76	428.44	491.61
增长率	6.28%	11.43%	15.87%	14.75%
每股收益 EPS(元)	0.54	0.60	0.70	0.80
净资产收益率 ROE	13.92%	14.01%	14.45%	14.69%
PE	47	43	37	32
PB	6.59	5.96	5.30	4.70

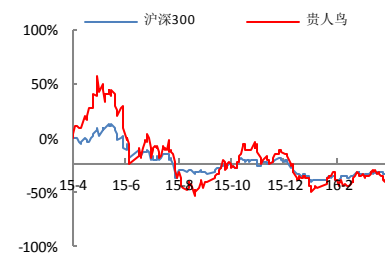
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	6.14
流通 A 股(亿股)	1.14
52 周内股价区间(元)	19.62-69.03
总市值(亿元)	157.25
总资产(亿元)	52.34
每股净资产(元)	4.02

相关研究

- 贵人鸟(603555): 定增获审, 大数据带动产业布局 (2016-03-14)
- 贵人鸟(603555): 传统业务转型, 开拓体育蓝海 (2015-12-30)
- 贵人鸟(603555): 运动鞋服市场回暖, 全方位布局体育产业 (2015-11-18)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1969.02	2111.65	2307.90	2573.33	净利润	331.84	369.76	428.44	491.61
营业成本	1079.01	1166.99	1266.01	1401.51	折旧与摊销	47.10	36.74	41.41	45.35
营业税金及附加	17.31	17.95	19.84	22.04	财务费用	96.24	112.01	120.92	120.34
销售费用	203.00	215.39	212.33	236.75	资产减值损失	49.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	150.19	160.49	173.09	193.00	经营营运资本变动	603.72	-116.63	6.31	-99.10
财务费用	96.24	112.01	120.92	120.34	其他	-529.07	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	49.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	599.37	401.88	597.08	558.20
投资收益	3.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-86.60	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-469.88	-99.84	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-556.48	-169.84	-70.00	-70.00
营业利润	377.43	438.82	515.71	599.69	短期借款	107.50	-202.90	0.00	0.00
其他非经营损益	68.72	57.13	59.14	60.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	446.15	495.95	574.85	659.76	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	114.31	126.19	146.41	168.15	支付股利	0.00	-113.41	-103.40	-108.71
净利润	331.84	369.76	428.44	491.61	其他	107.88	286.90	-120.92	-120.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	215.38	-29.42	-224.32	-229.05
归属母公司股东净利润	331.84	369.76	428.44	491.61	现金流量净额	258.80	202.63	302.76	259.15
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1677.85	1880.47	2183.23	2442.39	成长能力				
应收和预付款项	1421.59	1528.53	1602.08	1751.37	销售收入增长率	2.57%	7.24%	9.29%	11.50%
存货	170.71	184.63	200.29	221.73	营业利润增长率	1.56%	16.27%	17.52%	16.29%
其他流动资产	19.87	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	6.28%	11.43%	15.87%	14.75%
长期股权投资	44.13	44.13	44.13	44.13	EBITDA 增长率	10.54%	12.83%	15.40%	12.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	613.80	639.97	661.47	679.03	毛利率	45.20%	44.74%	45.14%	45.54%
无形资产和开发支出	130.89	137.99	145.08	152.17	三费率	22.82%	23.10%	21.94%	21.38%
其他非流动资产	748.38	848.22	848.22	848.22	净利率	16.85%	17.51%	18.56%	19.10%
资产总计	4827.22	5263.94	5684.51	6139.03	ROE	13.92%	14.01%	14.45%	14.69%
短期借款	602.90	400.00	400.00	400.00	ROA	6.87%	7.02%	7.54%	8.01%
应付和预收款项	610.65	594.19	688.80	759.16	ROIC	16.03%	20.64%	22.67%	24.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.45%	27.83%	29.38%	29.74%
其他负债	1229.22	1630.04	1630.96	1632.21	营运能力				
负债合计	2442.77	2624.23	2719.76	2791.38	总资产周转率	0.44	0.42	0.42	0.44
股本	614.00	614.00	614.00	614.00	固定资产周转率	3.60	3.70	3.74	3.99
资本公积	838.74	838.74	838.74	838.74	应收账款周转率	1.57	1.70	1.77	1.85
留存收益	930.62	1186.97	1512.02	1894.92	存货周转率	5.65	6.57	6.58	6.64
归属母公司股东权益	2384.45	2639.71	2964.75	3347.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.73%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2384.45	2639.71	2964.75	3347.66	资产负债率	50.60%	49.85%	47.85%	45.47%
负债和股东权益合计	4827.22	5263.94	5684.51	6139.03	带息债务/总负债	73.57%	75.99%	73.32%	71.44%
					流动比率	2.69	3.58	3.62	3.77
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	速动比率	2.55	3.39	3.44	3.58
EBITDA	520.76	587.57	678.04	765.38	股利支付率	0.00%	30.67%	24.13%	22.11%
PE	47.39	42.53	36.70	31.99	每股指标				
PB	6.59	5.96	5.30	4.70	每股收益	0.54	0.60	0.70	0.80
PS	7.99	7.45	6.81	6.11	每股净资产	3.88	4.30	4.83	5.45
EV/EBITDA	28.99	25.51	21.66	18.85	每股经营现金	0.98	0.65	0.97	0.91
股息率	0.00%	0.72%	0.66%	0.69%	每股股利	0.00	0.18	0.17	0.18

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@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 楼

邮编：100033

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn