

证券研究报告—动态报告公司快评

纺织服装及日化

服装 II

贵人鸟 (603555)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016年06月03日

## 收购优质体育用品零售商,多品牌多渠道布局迈出重要一步

证券分析师: 朱元 021-60933162 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 021-60875168 guocj@guosen.com.cn

### 事项:

贵人鸟 6月2日晚上发布公告: 公司拟出资人民币 38,310.50 万元用于受让湖北杰之行体育产业发展股份有限公司部分股权并对杰之行增资, 交易完成后, 公司将持有杰之行 50.01% 的股份, 成为其控股股东。

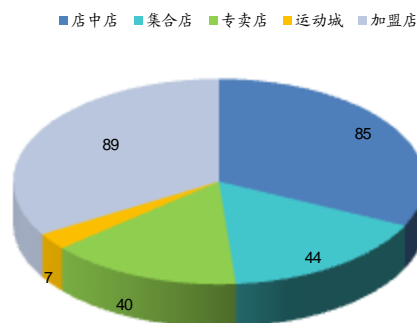
### 评论:

#### ■ 收购华中领先体育用品零售商, 多品牌集合店发展颇具看点

杰之行是国内知名的体育用品专业零售商, 拥有近 20 年经营历史, 从最早代理李宁品牌起步, 到目前通过线下零售渠道代理国内外多个知名品牌, 授权品牌包括耐克、阿迪、UA、万斯、匡威、New Balance、李宁等。杰之行以湖北为优势市场, 并向湖南、安徽、江西等地跨区域拓展, 在华中地区具备领先影响力。目前(截至4月底)拥有零售终端 265 家, 包括 176 家直营店与 89 家加盟店, 终端面积 7.9 万平方米, 直营与加盟单店面积分别为 391 m<sup>2</sup>与 116 m<sup>2</sup>。杰之行 2015 年实现营收 8.17 亿元, 净利润 4000 万元。

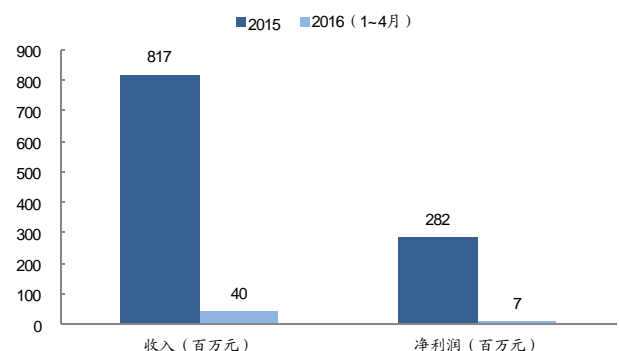
目前国际运动品牌一般在国内实施多级代理制度, 杰之行与百丽、宝胜等同为 Nike、Adidas 等国际大牌的一级代理商, 在品牌端拥有一定话语权, 并充分受益于近两年以 Nike、Adidas 为代表的国际运动品牌的快速发展。杰之行与百丽、宝胜相比, 虽在规模上有差异, 但百丽、宝胜主要以专卖店经营为主, 杰之行则在多品牌集合店具备良好基础(已有 44 家)。多品牌集合店具备产品丰富、体验服务好等优势, 同时在品牌商开店授权上受区域限制小, 从欧美市场来看也是主流的渠道类型, 随着近两年运动热潮的兴起, 以及消费者诉求的变化, 有望成为下一阶段购物中心的新宠。(关于此部分观点的详细阐述, 可阅读我们此前发布的体育用品系列报告之渠道篇《渠道多元化变革加快, 孕育发展新机遇》)

图 1: 杰之行零售终端结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 杰之行收入及净利润情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 业绩增厚及零售管理能力提升，“产业+产品”两端齐发力

在此次收购中，交易对方对杰之行给予了较高业绩承诺：16年净利润不低于5000万元，16~18年净利润合计不低于2亿元，业绩未达承诺部分由交易对方补偿。贵人鸟此次以现金收购杰之行，除带来实质性的业绩增厚、成为新的业绩增长点之外，零售管理能力提升也是重要目的，杰之行20多年的零售经验以及完整的零售团队，将助力公司加快“以零售为导向”的业务转型，向安踏等本土一线运动品牌看齐。

随着此次收购杰之行，公司将实现“产业+产品”两端齐发力的局面。一方面，公司体育产业布局走在业内前列，动域资本投资国内热点领域的20多个优质项目，布局成果颇丰；另一方面，此次收购杰之行则是在产品端开始发力，以贵人鸟品牌为基础，践行多品牌多渠道的布局思路。多品牌即通过品牌收购、品牌授权、品牌代理等方式引进知名运动品牌，多渠道即通过收购、自建抢占优质渠道资源，杰之行将是公司线下优质资源整合的重要一步，未来公司仍将坚持这一布局思路。

### ■ “体育大年”或将掀起新一轮热潮，关注主题投资机会

2016年是名副其实的“体育大年”，尤其是即将迎来里约奥运会（8月）、欧洲杯（6月）、美洲杯赛（6月）三大举世瞩目的大型赛事，或将掀起新一轮体育热潮。这其中，贵人鸟作为目前A股中体育产业布局最完善、前瞻性最好的上市公司，有望受益事件性催化下的主题投资机会。

### ■ 风险提示

运动用品行业增速放缓；体育产业布局推进及整合不及预期；。

### ■ 维持买入评级

公司主业经营平稳复苏，收购优质零售商成为新增长点，并为全面战略转型提供有力支撑，同时体育产业布局进度走在业内前列，除动域资本产业基金首期基本完成重点领域的卡位布局外，携手虎扑、大体协等成立的校园赛事平台康湃思将成为未来战略规划重要组成，2016年各项校园赛事有望相继落地。考虑到杰之行直接并表，我们预计公司16~18年净利润为3.83/4.42/4.98亿元，上调EPS为0.62/0.72/0.81元，维持买入评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1678	2000	2000	2000
应收款项	1313	1749	2098	2258
存货净额	171	244	296	317
其他流动资产	128	80	96	103
<b>流动资产合计</b>	<b>3290</b>	<b>4073</b>	<b>4490</b>	<b>4679</b>
固定资产	614	583	556	524
无形资产及其他	131	126	120	115
投资性房地产	748	748	748	748
长期股权投资	44	44	44	44
<b>资产总计</b>	<b>4827</b>	<b>5574</b>	<b>5959</b>	<b>6111</b>
短期借款及交易性金融负债	603	1588	1713	1676
应付款项	508	609	740	794
其他流动负债	511	90	107	114
<b>流动负债合计</b>	<b>1622</b>	<b>2287</b>	<b>2561</b>	<b>2584</b>
长期借款及应付债券	795	795	795	795
其他长期负债	25	25	25	25
<b>长期负债合计</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	<b>820</b>
<b>负债合计</b>	<b>2443</b>	<b>3107</b>	<b>3381</b>	<b>3404</b>
少数股东权益	0	6	28	57
股东权益	2384	2461	2549	2649
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4827</b>	<b>5574</b>	<b>5959</b>	<b>6111</b>

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.54	0.62	0.72	0.81
每股红利	0.47	0.50	0.58	0.65
每股净资产	3.88	4.01	4.15	4.31
ROIC	11%	10%	11%	12%
ROE	14%	16%	17%	19%
毛利率	45%	43%	42%	43%
EBIT Margin	26%	22%	23%	24%
EBITDA Margin	29%	25%	25%	26%
收入增长	3%	35%	20%	8%
净利润增长率	6%	15%	15%	13%
资产负债率	51%	56%	57%	57%
息率	2%	2%	2%	3%
P/E	47.6	41.3	35.8	31.7
P/B	6.6	6.4	6.2	6.0
EV/EBITDA	32.2	28.6	23.8	21.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1969</b>	<b>2660</b>	<b>3191</b>	<b>3435</b>
营业成本	1079	1522	1843	1974
营业税金及附加	17	24	29	31
销售费用	203	293	335	343
管理费用	150	229	254	270
财务费用	96	86	130	134
投资收益	4	2	4	6
资产减值及公允价值变动	(50)	(35)	(30)	(30)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	377	474	574	659
营业外净收支	69	47	57	62
<b>利润总额</b>	<b>446</b>	<b>521</b>	<b>631</b>	<b>721</b>
所得税费用	114	130	158	180
少数股东损益	0	8	32	42
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>332</b>	<b>383</b>	<b>442</b>	<b>498</b>

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>332</b>	<b>383</b>	<b>442</b>	<b>498</b>
资产减值准备	38	2	(3)	(3)
折旧摊销	47	69	75	80
公允价值变动损失	50	35	30	30
财务费用	96	86	130	134
营运资本变动	330	(779)	(271)	(132)
其它	(197)	3	25	32
<b>经营活动现金流</b>	<b>599</b>	<b>(286)</b>	<b>298</b>	<b>506</b>
资本开支	(45)	(70)	(70)	(70)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(90)</b>	<b>(70)</b>	<b>(70)</b>	<b>(70)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(291)	(306)	(353)	(399)
其它融资现金流	556	985	126	(37)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(25)</b>	<b>679</b>	<b>(228)</b>	<b>(436)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>485</b>	<b>322</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	1193	1678	2000	2000
货币资金的期末余额	1678	2000	2000	2000
企业自由现金流	718	(335)	282	490
权益自由现金流	1274	585	310	353

## 相关研究报告:

- 《贵人鸟-603555-2015 年年报及一季报点评: 运动用品主业复苏, 体育产业布局持续深化》 —— 2016-04-26
- 《贵人鸟-603555-重大事件快评: 布局校园体育赛事资源, 把握中国体育产业发展关键环节》 —— 2015-05-22
- 《贵人鸟-603555-重大事件快评: 投资欧洲足球经纪公司 BOY, 体育外延并购迈出坚实一步》 —— 2015-04-21
- 《贵人鸟-603555-2014 年年报点评: A 股体育产业龙头, 有望乘政策之风而上》 —— 2015-03-31
- 《贵人鸟-603555-重大事件快评: 体育产业新龙头诞生》 —— 2015-01-20

## 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。