



收购杰之行，加码渠道布局

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟出资 3.8 亿元受让湖北杰之行体育公司 50% 的股权, 成为其控股股东。杰之行是国内体育用品专业零售商, 主要是通过线下渠道授权代理国内外的品牌, 像 UA、匡威、新百伦、阿迪等等, 拥有零售终端 265 家, 优势区域包括湖北、湖南、安徽、江西等地。公司在 2015 年实现营收 8.2 亿元, 净利润 4000 万元。业绩承诺是 2016 年净利润不低于 5000 万元, 2016-2018 年净利润合计不低于 2 亿元。
- **从批发商到零售商, 加码渠道布局:** 公司以前是以批发模式为主, 但 10-14 年的行业疲软导致批发模式的弊端显现: 对渠道存货失去控制, 对产品的反应周期过长, 终端销售情况难以掌握等。因此公司在 2014 年制定战略, 开始从批发模式到零售模式转型。但是零售经验需要长期积累, 公司在零售运营端的经验比较欠缺。此次收购杰之行可以为公司提供一个完整的零售团队, 帮助公司在多品牌和多渠道运营上迈出重要一步。杰之行的优势区域集中在中部地区, 特别以湖北为主, 共拥有直营零售终端 176 家, 加盟零售终端 89 家, 以直营为主, 对渠道的控制力度强。公司未来通过品牌收购、品牌代理的方式引进新品牌, 可能会放在这个新的渠道上销售, 形成渠道上的有效协同。此外, 这次收购对业绩有一定增厚, 大致测算对利润的增厚在 6-8 个百分点左右。
- **主业突显稀缺性, 完善体育产业布局:** 公司作为目前 A 股市场上唯一的运动鞋服公司, 在体育产业链上的布局具有天然优势。加之今年是体育大年, 各大体育赛事窗口期临近。公司作为目前产业布局完善、前瞻性好的体育标的, 有望受益于短期性的投资机会。目前投资项目已多点开花: 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 30.8% 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, 公司在校园体育上的布局将进一步加强。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到这次收购带来的业绩贡献, 我们上调对公司的盈利预测。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 55 倍, 给予公司 2016 年 50 倍 PE, 目标价 32 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端销售不及预期的风险; 体育投资回收期过长的风险; 并购企业业绩实现不及承诺的风险。

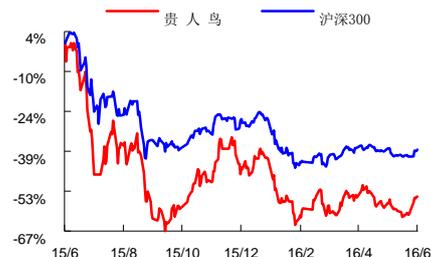
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1969.02	2991.65	3267.90	3623.33
增长率	2.57%	51.94%	9.23%	10.88%
归属母公司净利润 (百万元)	331.84	393.15	454.46	522.83
增长率	6.28%	18.48%	15.59%	15.05%
每股收益 EPS (元)	0.54	0.64	0.74	0.85
净资产收益率 ROE	13.92%	15.33%	16.38%	17.34%
PE	48	40	35	30
PB	6.64	6.18	5.71	5.26

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.14
流通 A 股(亿股)	6.14
52 周内股价区间(元)	19.94-60.52
总市值(亿元)	158.41
总资产(亿元)	52.34
每股净资产(元)	4.02

相关研究

1. 贵人鸟 (603555): 运动鞋服回暖, 晋升体育新贵 (2016-04-28)
2. 贵人鸟 (603555): 定增获审, 大数据带动产业布局 (2016-03-14)
3. 贵人鸟 (603555): 传统业务转型, 开拓体育蓝海 (2015-12-30)
4. 贵人鸟 (603555): 运动鞋服市场回暖, 全方位布局体育产业 (2015-11-17)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1969.02	2991.65	3267.90	3623.33	净利润	331.84	393.15	454.46	522.83
营业成本	1079.01	1870.99	2014.81	2210.01	折旧与摊销	47.10	48.17	52.85	56.79
营业税金及附加	17.31	25.43	28.09	31.03	财务费用	96.24	86.54	95.96	95.74
销售费用	203.00	311.13	333.33	373.20	资产减值损失	49.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	150.19	227.37	245.09	271.75	经营营运资本变动	1002.47	-235.18	68.72	-55.65
财务费用	96.24	86.54	95.96	95.74	其他	-927.82	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	292.68	671.98	619.71
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	470.19	550.62	641.59	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	527.32	609.76	701.66	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	114.31	134.17	155.30	178.82	支付股利	-184.20	-211.29	-245.23	-282.87
净利润	331.84	393.15	454.46	522.83	其他	292.08	312.37	-95.96	-95.74
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	-101.82	-341.19	-378.61
归属母公司股东净利润	331.84	393.15	454.46	522.83	现金流量净额	258.80	21.01	260.79	171.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1677.85	1698.86	1959.65	2130.75	成长能力				
应收和预付款项	1421.59	2183.46	2289.54	2487.87	销售收入增长率	2.57%	51.94%	9.23%	10.88%
存货	170.71	296.01	318.76	349.64	营业利润增长率	1.56%	24.58%	17.11%	16.52%
其他流动资产	19.87	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	6.28%	18.48%	15.59%	15.05%
长期股权投资	44.13	44.13	44.13	44.13	EBITDA 增长率	10.54%	16.16%	15.63%	13.54%
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	629.05	639.62	646.25	毛利率	45.20%	37.46%	38.35%	39.01%
无形资产和开发支出	130.89	137.47	144.06	150.64	三费率	22.82%	20.89%	20.64%	20.44%
其他非流动资产	748.38	848.22	848.22	848.22	净利率	16.85%	13.14%	13.91%	14.43%
资产总计	4827.22	5837.21	6243.98	6657.51	ROE	13.92%	15.33%	16.38%	17.34%
短期借款	602.90	400.00	400.00	400.00	ROA	6.87%	6.74%	7.28%	7.85%
应付和预收款项	610.65	942.75	1085.80	1185.42	ROIC	17.63%	24.58%	25.96%	28.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.45%	20.22%	21.40%	21.92%
其他负债	1229.22	1929.24	1983.73	2057.67	营运能力				
负债合计	2442.77	3271.99	3469.53	3643.10	总资产周转率	0.44	0.56	0.54	0.56
股本	614.00	614.00	614.00	614.00	固定资产周转率	3.60	5.29	5.45	5.87
资本公积	838.74	838.74	838.74	838.74	应收账款周转率	1.57	1.98	1.77	1.85
留存收益	930.62	1112.48	1321.71	1561.67	存货周转率	5.65	8.02	6.55	6.61
归属母公司股东权益	2384.45	2565.22	2774.45	3014.41	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	2565.22	2774.45	3014.41	资产负债率	50.60%	56.05%	55.57%	54.72%
负债和股东权益合计	4827.22	5837.21	6243.98	6657.51	带息债务/总负债	57.25%	48.76%	45.99%	43.79%
					流动比率	2.03	2.04	2.03	2.05
					速动比率	1.92	1.89	1.89	1.91
					股利支付率	55.51%	53.74%	53.96%	54.10%
					每股指标				
					每股收益	0.54	0.64	0.74	0.85
					每股净资产	3.88	4.18	4.52	4.91
					每股经营现金	0.98	0.48	1.09	1.01
					每股股利	0.30	0.34	0.40	0.46
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	520.76	604.90	699.42	794.12					
PE	47.74	40.29	34.86	30.30					
PB	6.64	6.18	5.71	5.26					
PS	8.05	5.30	4.85	4.37					
EV/EBITDA	28.45	24.61	20.92	18.21					
股息率	1.16%	1.33%	1.55%	1.79%					

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

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

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn