

## 主业收入企稳，后续期待体育布局

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2016H1 实现营收 10.2 亿元 (+0.1%)，实现归母净利润 1.6 亿元 (-10%)；公司 2016Q2 单季度实现 4.9 亿元 (-0.1%)，实现归母净利润 7490 万元 (-23.3%)，业绩基本符合预期。
- **收入企稳，主业复苏进入平稳通道。** 公司 2016H1 服装、鞋和配饰分别实现营收 4.5 亿元 (+3.6%)、5.6 亿元 (-2%) 和 1197.7 万元 (-20%)，服装、鞋和配饰对应毛利率分别为 47% (-1.4pp)、40% (-4.7pp) 和 26.4% (-7pp)，综合毛利率为 42.9% (-3.2pp)。业绩变动来自于：**1) 持续对终端进行调整。** 公司上半年关闭零售终端 354 家，新开零售终端 202 家，终端店铺经营情况总体企稳。截至 2016H1，公司终端已达 4313 家，其中直营店 4 家，零售终端总面积 34 万平方米；其中 2106Q2 经销商新开零售终端 131 家，经销商关闭零售终端 206 家；**2) 合理控制库存。** 截止至 2016H1，公司库存下降至 1.1 亿元 (-17.1%)，库存商品跌价转回 1807 万元，主业出现弱复苏迹象；**3) 政府补助大幅减少。** 公司 2016H1 接受政府补助有 39.9 万元，较上期减少 1970.4 万元，致使归母净利润有所下降。
- **体育项目投资不断延伸。1) 产业基金持续布局。** 公司通过泉晟投资持有虎扑 16.11% 股份并与虎扑体育成立动域资本，第一期慧动域已投资包括“懂球帝”、“智慧运动场”、“咸鱼游戏”、“ZEPP”、“趣运动”等 14 个项目，目前已设立第二期竞动域产业基金，专注于投资中国体育产业中的新兴和成长型公司，截至目前，公司已对竞动域出资 1 亿元；**2) 入主体育保险。** 公司与厦门融一网络科技有限公司共同投资设立了享安保险经纪，公司已着手在体育保险领域的布局。
- **未来投资看点:** 1) 公司在足球经纪、校园体育以及体育大数据的布局逐步落地，协同效应显现；2) 整合渠道，打造“多品牌、多市场、多渠道”产业布局。公司已出资 3.8 亿元增资控股杰之行约 50% 股份，后续线下渠道整合效果可期。
- **盈利预测及评级:** 不考虑杰之行并表和增发摊薄的影响，同时考虑到公司今年营业外收入减少以及业绩处于复苏中，我们下调公司的盈利预测，16-18 年 EPS 分别为 0.57、0.66 和 0.74 元，对应 PE 为 45、39 和 35 倍。我们给予公司 2016 年 57 倍 PE，2016 年合理股价 32.49 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 体育投资或回收期过长的风险；募投项目效果或不及预期的风险。

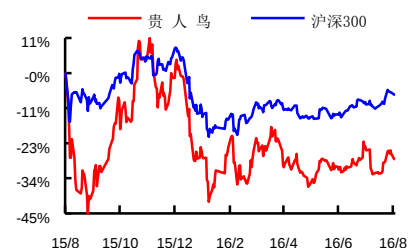
| 指标/年度          | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 1969.02 | 2061.78 | 2200.28 | 2401.27 |
| 增长率            | 2.57%   | 4.71%   | 6.72%   | 9.14%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 331.84  | 349.87  | 405.20  | 454.58  |
| 增长率            | 6.28%   | 5.44%   | 15.81%  | 12.19%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.54    | 0.57    | 0.66    | 0.74    |
| 净资产收益率 ROE     | 13.92%  | 13.87%  | 14.96%  | 15.61%  |
| PE             | 48      | 45      | 39      | 35      |
| PB             | 6.62    | 6.26    | 5.83    | 5.42    |

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)   | 1.14       |
| 52 周内股价区间(元) | 19.94-40.2 |
| 总市值(亿元)      | 157.80     |
| 总资产(亿元)      | 50.92      |
| 每股净资产(元)     | 3.69       |

### 相关研究

1. 贵人鸟 (603555): 收购杰之行, 加码渠道布局 (2016-06-06)
2. 贵人鸟 (603555): 运动鞋服回暖, 晋升体育新贵 (2016-04-28)
3. 贵人鸟 (603555): 定增获审, 大数据带动产业布局 (2016-03-14)
4. 贵人鸟 (603555): 传统业务转型, 开拓体育蓝海 (2015-12-30)
5. 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        | 2061.78        | 2200.28        | 2401.27        | 净利润               | 331.84         | 349.87         | 405.20         | 454.58         |
| 营业成本          | 1079.01        | 1151.10        | 1237.60        | 1341.06        | 折旧与摊销             | 47.10          | 48.17          | 52.85          | 56.79          |
| 营业税金及附加       | 17.31          | 17.53          | 18.92          | 20.57          | 财务费用              | 96.24          | 88.60          | 101.32         | 100.93         |
| 销售费用          | 203.00         | 210.30         | 202.43         | 220.92         | 资产减值损失            | 49.55          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 150.19         | 156.70         | 165.02         | 180.10         | 经营营运资本变动          | 1002.47        | -61.10         | 68.54          | -31.38         |
| 财务费用          | 96.24          | 88.60          | 101.32         | 100.93         | 其他                | -927.82        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 资产减值损失        | 49.55          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>599.37</b>  | <b>425.54</b>  | <b>627.90</b>  | <b>580.91</b>  |
| 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           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-556.48</b> | <b>-169.84</b> | <b>-70.00</b>  | <b>-70.00</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>377.43</b>  | <b>437.55</b>  | <b>474.99</b>  | <b>537.71</b>  | 短期借款              | 107.50         | -2.90          | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 68.72          | 31.73          | 68.66          | 72.35          | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>446.15</b>  | <b>469.28</b>  | <b>543.66</b>  | <b>610.06</b>  | 股权融资              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 114.31         | 119.40         | 138.46         | 155.48         | 支付股利              | -184.20        | -211.29        | -218.23        | -252.21        |
| 净利润           | 331.84         | 349.87         | 405.20         | 454.58         | 其他                | 292.08         | 310.31         | -101.32        | -100.93        |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>215.38</b>  | <b>96.11</b>   | <b>-319.55</b> | <b>-353.14</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 331.84         | 349.87         | 405.20         | 454.58         | <b>现金流量净额</b>     | <b>258.80</b>  | <b>351.82</b>  | <b>238.35</b>  | <b>157.77</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 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        | 2029.66        | 2268.01        | 2425.78        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1421.59        | 1493.39        | 1530.27        | 1637.34        | 销售收入增长率           | 2.57%          | 4.71%          | 6.72%          | 9.14%          |
| 存货            | 170.71         | 182.11         | 195.80         | 212.17         | 营业利润增长率           | 1.56%          | 15.93%         | 8.56%          | 13.20%         |
| 其他流动资产        | 19.87          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 净利润增长率            | 6.28%          | 5.44%          | 15.81%         | 12.19%         |
| 长期股权投资        | 44.13          | 44.13          | 44.13          | 44.13          | EBITDA 增长率        | 10.54%         | 10.29%         | 9.55%          | 10.53%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 613.80         | 629.05         | 639.62         | 646.25         | 毛利率               | 45.20%         | 44.17%         | 43.75%         | 44.15%         |
| 无形资产和开发支出     | 130.89         | 137.47         | 144.06         | 150.64         | 三费率               | 22.82%         | 22.10%         | 21.30%         | 20.90%         |
| 其他非流动资产       | 748.38         | 848.22         | 848.22         | 848.22         | 净利率               | 16.85%         | 16.97%         | 18.42%         | 18.93%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>4827.22</b> | <b>5364.05</b> | <b>5670.11</b> | <b>5964.54</b> | ROE               | 13.92%         | 13.87%         | 14.96%         | 15.61%         |
| 短期借款          | 602.90         | 600.00         | 600.00         | 600.00         | ROA               | 6.87%          | 6.52%          | 7.15%          | 7.62%          |
| 应付和预收款项       | 610.65         | 585.57         | 671.91         | 724.77         | ROIC              | 17.63%         | 25.22%         | 27.14%         | 29.81%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 26.45%         | 27.86%         | 28.59%         | 28.96%         |
| 其他负债          | 1229.22        | 1656.53        | 1689.30        | 1728.49        | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2442.77</b> | <b>2842.11</b> | <b>2961.21</b> | <b>3053.27</b> | 总资产周转率            | 0.44           | 0.40           | 0.40           | 0.41           |
| 股本            | 614.00         | 614.00         | 614.00         | 614.00         | 固定资产周转率           | 3.60           | 3.64           | 3.67           | 3.89           |
| 资本公积          | 838.74         | 838.74         | 838.74         | 838.74         | 应收账款周转率           | 1.57           | 1.68           | 1.75           | 1.83           |
| 留存收益          | 930.62         | 1069.20        | 1256.16        | 1458.53        | 存货周转率             | 5.65           | 6.53           | 6.55           | 6.57           |
| 归属母公司股东权益     | 2384.45        | 2521.94        | 2708.90        | 2911.27        | 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           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2384.45</b> | <b>2521.94</b> | <b>2708.90</b> | <b>2911.27</b> | 资产负债率             | 50.60%         | 52.98%         | 52.22%         | 51.19%         |
| 负债和股东权益合计     | 4827.22        | 5364.05        | 5670.11        | 5964.54        | 带息债务/总负债          | 57.25%         | 63.17%         | 60.63%         | 58.80%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.03           | 2.28           | 2.29           | 2.33           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.92           | 2.17           | 2.18           | 2.22           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 55.51%         | 60.39%         | 53.86%         | 55.48%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.54           | 0.57           | 0.66           | 0.74           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 3.88           | 4.11           | 4.41           | 4.74           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.98           | 0.69           | 1.02           | 0.95           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.30           | 0.34           | 0.36           | 0.41           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 520.76         | 574.32         | 629.16         | 695.42         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 47.55          | 45.10          | 38.94          | 34.71          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 6.62           | 6.26           | 5.83           | 5.42           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 8.01           | 7.65           | 7.17           | 6.57           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 28.33          | 25.59          | 22.98          | 20.56          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 1.17%          | 1.34%          | 1.38%          | 1.60%          |                   |                |                |                |                |

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

### 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

| 区域 | 姓名  | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅 | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰 | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 沈怡蓉 | 机构销售   | 021-68415897  | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn    |
|    | 郎珈艺 | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 赵晨阳 | 机构销售   | 021-68416926  | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟 | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
| 北京 | 赵佳  | 地区销售总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩 | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 刘娟  | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn      |
|    | 刘宁  | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 张婷  | 机构销售   | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 罗聪  | 机构销售   | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn      |
|    | 任骁  | 机构销售   | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
|    | 刘予鑫 | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |