

牵手网球装备品牌 PRINCE，多品牌布局再下一城

公司简报

◆收购 PRINCE 中韩地区品牌商标所有权，扩充运动鞋服品牌矩阵

2017.10.8 公司公告与 PRINCE Sports, LLC 签署协议，收购其在中国（含中国大陆、港澳台）及韩国区域拥有的 PRINCE 商标资产所有权，交易对价为 2000 万美元，运动鞋服多品牌布局进一步完善。

PRINCE 为美国网球装备品牌，本次交易中公司将买断中国及韩国地区 PRINCE 品牌的全部商标及相关版权，以及 PRINCE 品牌的网址、域名、社交媒体，开发、生产及销售 PRINCE 品牌商品。交易完成后公司将永久免费使用 PRINCE 品牌产品的核心专利和技术，成为其全球指定供应商，免费使用其拥有的全球品牌代言人宣传资料。双方将合作开拓国内中高端运动鞋服市场，其中公司将利用 PRINCE 已有的各项资产和优势，自主组建研发和运营团队，涉足产品的设计、生产、销售，向国内一二线城市的中高端消费群体推广 PRINCE 产品。

◆PRINCE 历史悠久，是网球领域的国际知名品牌

PRINCE 品牌成立于 1970 年，总部位于美国普林斯顿，是国际知名体育品牌。PRINCE 公司从网球机制造商起步，20 世纪 70 年代及 90 年代创新性推出“OVERSIZE（大拍面）”和“LONGBODY（加长拍）”球拍，确立了网球装备行业的领导地位，产品销售包括美国、加拿大、墨西哥、中东、欧洲、亚洲、澳洲等全球各大市场。

目前 PRINCE 的核心专利和技术产品包括 O3 及 EXO3 球拍系列、T22 及 T22 lite 运动鞋系列、Synthetic Gut w/Duraflex 及 Lightning 球拍线系列等，为世界顶级网球运动员提供功能性高科技球拍，并将产品线延伸到服装、鞋子、配饰等相关产品，为消费者提供网球运动一站式购物体验。

◆终止收购威尔士，此次牵手 PRINCE 有望实现对不同层次消费者覆盖

2014 年公司开始从“传统运动鞋服行业运营”向“以体育服饰用品制造为基础、多种体育产业形态协调发展的体育产业集团”升级，收购体育用品零售商杰之行、网络销售和电商代运营商名鞋库、引进篮球装备品牌 AND1，持续做多运动鞋服主业；同时投资西班牙足球经纪公司 BOY、成立康湃思布局校园体育、合作成立安康保险等，在体育经纪、体育赛事、体育保险等多个领域全方位布局。2017 年公司曾筹划收购威尔士健身，后因在交易对价和支付方式上未达成一致，19.9.6 公告终止收购。未来公司将继续进行体育产业投资，覆盖更多体育运动人群，体育产业布局将持续拓展。

本次收购 PRINCE 中韩地区品牌商标所有权，将进一步完善公司运动鞋服领域布局。公司主品牌贵人鸟定位运动休闲风格、主要覆盖三线及以下市场，引进 AND1 品牌主要覆盖青少年篮球市场，收购 PRINCE 可通过定位专业网球生活方式品牌覆盖一二线城市的中高收入群体，实现对不同层次消费者的覆盖。近年来国内体育消费恢复增长，网球运动开始快速普及，公司将充分利用 PRINCE 品牌知名度及多年国内运动鞋服行业运营经

增持（下调）

当前价：21.44 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebscn.com

联系人

汲肖飞

021-22169314

jixiaofei@ebscn.com

市场数据

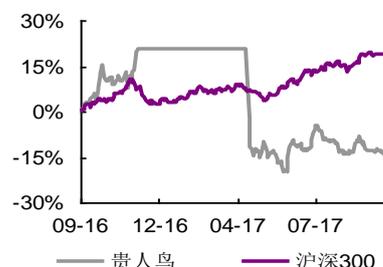
总股本(亿股)：6.29

总市值(亿元)：134.77

一年最低/最高(元)：19.91/31.35

近 3 月换手率：25.29%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.59	-14.71	-33.51
绝对	-1.32	-9.77	-15.58

相关研报

多家公司并表带动收入增长，收购威尔士完善体育布局

.....2017-05-10
多品牌、多市场、多渠道战略再现突破，期待协同效应体现

.....2016-10-23
引进篮球专业装备品牌 AND1，体育布局协同效应初现

.....2016-10-12
收购名鞋库 51% 股权，做多运动鞋服战略再落一子

.....2016-08-30

验，布局国内一二线市场，拓展零售收入。此外成为 PRINCE 全球指定供应商后公司将为品牌的其他授权商、经销商提供产品，拓展收入来源。

◆17H1 并表贡献收入增长、费用增加拖累利润下滑，期待新品牌逐步落地

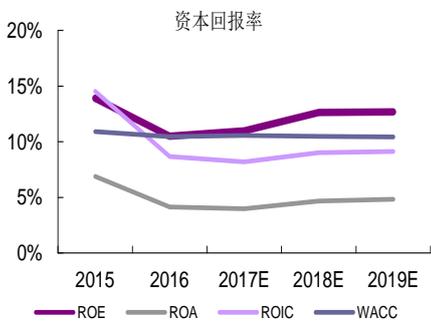
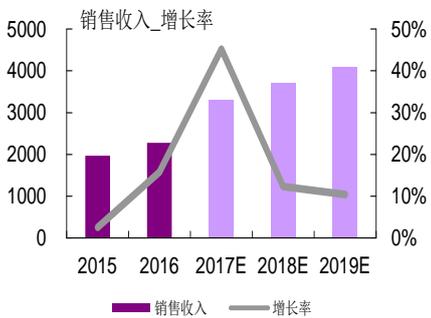
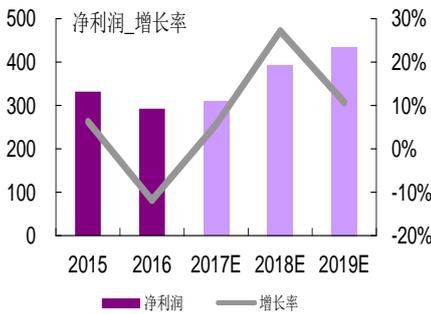
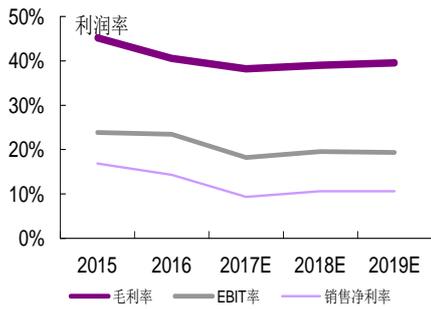
我们认为：1) 2017H1 公司实现收入 15.79 亿元，同增 55.03%，归母净利润 1.30 亿元，同降 17.25%。杰之行、名鞋库、BOY 并表带动收入增长，17H1 贵人鸟品牌实现收入 8.53 亿元，同降 16.20%，主要由于并购杰之行、名鞋库导致销售费用增 324.70%至 1.92 亿元，并购杰之行、名鞋库以及 AND1 新品牌团队建设导致管理费用增 41.15%至 1.03 亿元，本期发行债券及长期借款增加导致财务费用增加 88.45%至 1.11 亿元。2) PRINCE 品牌的产品设计、生产需要一定时间，预计收购年内不会对业绩带来重大影响，短期内也将带来一定的费用提升，预计未来随着销售布局逐步落地，新品牌有望开始贡献业绩。3) 2017.7.17 公司股东、实控人关联公司福建弘智投资通过大宗交易减持 525 万股，减持均价 21.48 元，减持计划实施完毕。2017.9.29 公司公告 2017 年第一期员工持股计划完成股票购买，累计购入股票 2222.21 万股，占总股本的 3.54%，成交均价 21.92 元，锁定期自 2017.9.29 起 12 个月，员工持股计划彰显管理层信心。

考虑到 17H1 公司期间费用显著增加导致利润下滑，且预计未来销售、管理费用率仍处于较高水平，下调 2017-19 年 EPS 为 0.49/0.63/0.69 元，对应 17 年 43.7 倍 PE。我们长期看好公司升级体育产业集团，未来仍存并购预期，但短期内考虑到估值较高，下调评级为“增持”。

◆风险提示：运动鞋服领域竞争加剧、新品牌在国内的运营风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,969	2,279	3,310	3,717	4,104
营业收入增长率	2.57%	15.74%	45.22%	12.32%	10.40%
净利润(百万元)	332	293	309	393	435
净利润增长率	6.28%	-11.81%	5.59%	27.17%	10.68%
EPS(元)	0.53	0.47	0.49	0.63	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.92%	10.50%	10.98%	12.62%	12.68%
P/E	41	46	44	34	31
P/B	6	5	5	4	4



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,969	2,279	3,310	3,717	4,104
营业成本	1,079	1,354	2,046	2,268	2,480
折旧和摊销	47	80	55	59	63
营业税费	17	24	33	37	41
销售费用	203	203	397	416	468
管理费用	150	157	228	260	304
财务费用	96	151	235	249	263
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	1	2	2	2
营业利润	377	383	370	480	533
利润总额	446	433	412	524	580
少数股东损益	0	33	0	0	0
归属母公司净利润	331.84	292.66	309.03	392.99	434.98

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	4,827	7,904	7,762	8,408	9,007
流动资产	3,290	4,967	5,895	6,550	7,162
货币资金	1,678	1,392	1,655	1,859	2,052
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,222	1,829	2,247	2,524	2,787
应收票据	90	201	298	335	369
其他应收款	1	445	662	743	821
存货	171	475	328	366	393
可供出售投资	639	936	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	44	157	157	157	157
固定资产	543	694	714	728	732
无形资产	131	129	123	117	111
总负债	2,443	4,791	4,623	4,969	5,251
无息负债	1,044	1,900	2,074	2,206	2,315
有息负债	1,398	2,890	2,549	2,763	2,936
股东权益	2,384	3,113	3,139	3,439	3,756
股本	614	629	629	629	629
公积金	1,013	1,416	1,446	1,486	1,520
未分配利润	757	738	733	994	1,276
少数股东权益	0	325	325	325	325

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	599	236	244	380	450
净利润	332	293	309	393	435
折旧摊销	47	80	55	59	63
净营运资金增加	-978	1,253	1,001	524	503
其他	1,198	-1,389	-1,121	-596	-552
投资活动产生现金流	-556	-1,317	879	-48	-48
净资本支出	-82	-257	-50	-50	-50
长期投资变化	44	157	0	0	0
其他资产变化	-519	-1,217	929	2	2
融资活动现金流	215	1,238	-859	-128	-208
股本变化	0	15	0	0	0
债务净变化	108	1,492	-341	214	173
无息负债变化	364	856	174	131	110
净现金流	259	157	263	204	193

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.57%	15.74%	45.22%	12.32%	10.40%
净利润增长率	6.28%	-11.81%	5.59%	27.17%	10.68%
EBITDA/EBITDA 增长率	9.87%	18.63%	7.34%	19.46%	8.98%
EBIT/EBIT 增长率	11.29%	13.55%	13.04%	20.56%	9.20%
估值指标					
PE	41	46	44	34	31
PB	6	5	5	4	4
EV/EBITDA	26	25	25	21	20
EV/EBIT	28	29	27	23	21
EV/NOPLAT	38	39	37	31	28
EV/Sales	7	7	5	5	4
EV/IC	5	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	45.20%	40.58%	38.19%	38.99%	39.57%
EBITDA 率	26.26%	26.91%	19.89%	21.16%	20.89%
EBIT 率	23.87%	23.42%	18.23%	19.56%	19.35%
税前净利润率	22.66%	19.01%	12.45%	14.10%	14.13%
税后净利润率 (归属母公司)	16.85%	12.84%	9.34%	10.57%	10.60%
ROA	6.87%	4.12%	3.98%	4.67%	4.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.92%	10.50%	10.98%	12.62%	12.68%
经营性 ROIC	14.53%	8.68%	8.18%	9.02%	9.11%
偿债能力					
流动比率	2.03	1.61	1.40	1.43	1.48
速动比率	1.92	1.46	1.32	1.35	1.40
归属母公司权益/有息债务	1.71	0.96	1.10	1.13	1.17
有形资产/有息债务	3.34	2.44	2.77	2.79	2.83
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.53	0.47	0.49	0.63	0.69
每股红利	0.29	0.45	0.15	0.19	0.21
每股经营现金流	0.95	0.38	0.39	0.60	0.72
每股自由现金流(FCFF)	2.14	-1.63	-0.86	0.06	0.20
每股净资产	3.79	4.44	4.48	4.95	5.46
每股销售收入	3.13	3.63	5.26	5.91	6.53

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com