

# 仍处调整期，服装主业下滑压力较大

## ——贵人鸟 (603555.SH) 2019 年中报点评

公司简报

### 中性 (维持)

当前价：4.29 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebscn.com](mailto:jixiaofei@ebscn.com)

### 市场数据

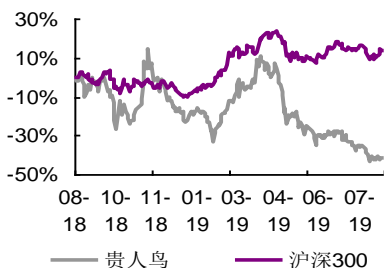
总股本(亿股)：6.29

总市值(亿元)：26.97

一年最低/最高(元)：4.10/8.58

近3月换手率：46.68%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.35	-26.05	-49.95
绝对	-10.29	-21.37	-36.01

资料来源：Wind

### 相关研报

联手京东战略合作，聚焦主业强化运动鞋服运营

.....2018-10-17

主品牌仍处调整期，并表贡献收入增长

.....2017-10-30

牵手网球装备品牌 PRINCE，多品牌布局再下一城

.....2017-10-09

多家公司并表带动收入增长，收购威尔士完善体育布局

.....2017-05-11

### ◆19H1 收入同降 47%，净利亏损，业绩压力较大

2019年上半年公司实现收入8.10亿元、同降47.27%，归母净利-5837.07万元，扣非净利-8726.59万元，EPS为-0.09元。公司净利大幅亏损还受到销售费用率增、信用减值损失增加影响。

分季度来看，2018Q1-19Q2公司收入同增8.48%、-13.25%、4.11%、-45.59%、-37.40%、-58.98%，净利同增2.20%、由盈转亏、由盈转亏、由盈转亏、-83.67%、亏损扩大。2019年公司不再将杰之行、BOY纳入并表范围且服装主业面临激烈市场竞争，收入同比下滑，19Q2降幅扩大；19Q1资产减值损失增加、投资收益减少导致净利下滑幅度高于收入；19Q2公司销售、财务费用率增加以及应收账款减值损失增加导致亏损扩大。

### ◆服装收入下滑幅度较大，加盟店门店显著减少

分业务来看，2019H1 运动鞋服、招商及代运营分别实现收入 7.44 亿元、6453.28 万元，同增-47.40%、-28.18%，运动鞋服行业竞争加剧，公司融资困难及前期债务集中兑付造成流动性紧张，导致主业经营策略执行放缓，主品牌终端销售压力增大，收入同比下降。此外，杰之行代理其他运动品牌销售，公司出售杰之行导致运动鞋服、招商及代运营收入同比下降。

分品牌来看，2019H1 贵人鸟、耐克、阿迪达斯、彪马、其他品牌分别实现收入 5.71 亿元、2842.00 万元、7445.39 万元、3747.45 万元、9641.91 万元，同增-16.81%、-90.47%、-65.61%、14.67%、-64.17%。2019 年 6 月底贵人鸟门店总数同降 23.85%至 2685 家，其中直营店同比净增 3 家至 1279 家，加盟店外延同降 60.09%至 1406 家，公司收购多个品牌经销商渠道，经销渠道持续调整优化，单店收入同增 9.24%至 21.28 万元。

分渠道来看，2019H1 公司线上、线下收入分别为 2.40 亿元、5.68 亿元，同增-7.84%、-54.29%，线上收入略有减少，线下受贵人鸟品牌关店及杰之行不再被纳入并表范围影响收入下滑幅度较大。

### ◆多因素促毛利率增，费用率增

毛利率：2019H1 公司毛利率同增 3.69PCT 至 36.35%，主要由于：1) 杰之行毛利率相对较低，剥离后公司毛利率提升；2) 公司收购多个省级区域经销商渠道，高毛利率直营收入占比提升；3) 公司与部分加盟商合作模式由批发转为类直营模式，提高毛利率。分业务来看，2019H1 运动鞋服、招商及代运营毛利率为 34.46%、58.83%，同增 3.86PCT、13.36PCT。

期间费用率：2019H1 公司期间费用率同增 6.58PCT 至 35.99%，其中销售费用率同增 4.42PCT 至 16.99%，主要由于职工薪酬、销售返利等费用支出增加；管理费用率（包括研发费用）同增 2.25PCT 至 10.55%，主要由于职工薪酬同比增加；财务费用率同降 0.09PCT 至 8.45%，主要由于公司融资规模下降、利息支出减少。

#### ◆主品牌仍处调整期，控股股东质押比例较高

我们认为：1) 主品牌贵人鸟仍处于调整期，2019年下半年行业竞争激烈品牌，终端销售压力仍较大，渠道结构及运营模式优化仍需要一定时间。名鞋库运营国内外知名品牌线上渠道销售，预计收入基本保持稳定。2) 未来公司战略聚焦运动鞋服主业，调整核心品牌销售模式，注重控制成本费用、减轻财务及资金压力，但短期内品牌运营及推广新的经销商扶持政策会增加一定的费用投入。3) 2018年7月公司公告显示控股股东贵人鸟集团共持有4.79亿股，占总股本76.22%，其中累计质押股份4.74亿股，占总股本75.47%，质押比例较高。4) 2018年9月公司公告控股股东贵人鸟集团因与厦门国际信托有限公司纠纷、所持有1.02亿股份被司法冻结，冻结期限自2018年9月19日至2021年9月18日，但对正常生产经营无显著影响。2019年8月公司公告控股股东贵人鸟集团因与中原信托有限公司纠纷、所持有3.25亿股份被司法冻结及轮候冻结，冻结期限自2019年8月1日起至2022年7月31日，但对正常生产经营无显著影响。截至目前贵人鸟集团所持公司股份累计被冻结数量为4.27亿股，占总股本67.86%，存在实际控制人变更风险。

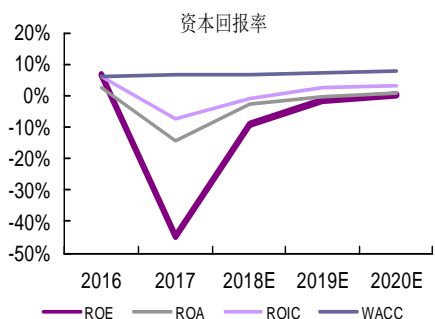
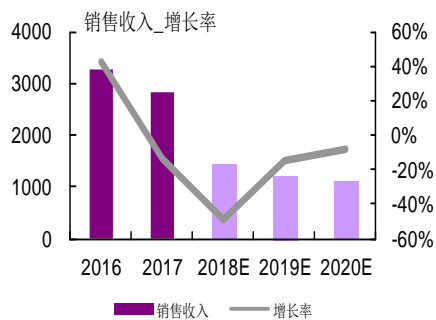
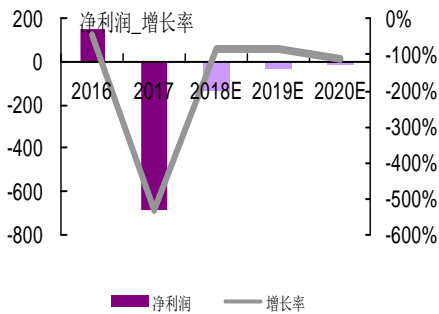
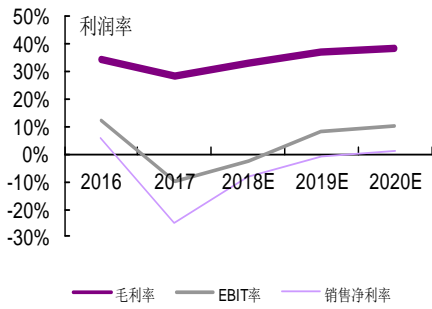
由于公司净利增长低于预期，我们下调2019-20年EPS为-0.20/-0.04元（原值为0.12/0.15元），预测2021年EPS为0.02元，维持“中性”评级。

◆风险提示：市场竞争风险、业务经营风险、新品牌培育风险、应收账款回收、存货风险、债务违约风险等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,252	2,812	1,427	1,216	1,117
营业收入增长率	42.70%	-13.52%	-49.26%	-14.80%	-8.13%
净利润（百万元）	157	-686	-125	-22	10
净利润增长率	-46.25%	-	-	-	-
EPS（元）	0.25	-1.09	-0.20	-0.04	0.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.76%	-44.84%	-8.88%	-1.60%	0.18%
P/E	17	-	-	-	270
P/B	1.2	1.8	1.9	2.0	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月30日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,252</b>	<b>2,812</b>	<b>1,427</b>	<b>1,216</b>	<b>1,117</b>
营业成本	2,132	2,007	950	767	689
折旧和摊销	111	120	125	138	144
营业税费	33	27	14	12	11
销售费用	385	697	250	213	195
管理费用	239	210	143	109	89
财务费用	228	233	140	121	95
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	24	-56	20	2	2
<b>营业利润</b>	<b>255</b>	<b>-627</b>	<b>-155</b>	<b>-16</b>	<b>31</b>
<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>-628</b>	<b>-153</b>	<b>-14</b>	<b>33</b>
少数股东损益	30	-8	10	12	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>157</b>	<b>-686</b>	<b>-125</b>	<b>-22</b>	<b>10</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>7,583</b>	<b>4,753</b>	<b>3,925</b>	<b>3,478</b>	<b>3,230</b>
流动资产	4,102	2,460	2,480	2,121	1,967
货币资金	747	148	714	608	558
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,685	1,478	909	770	704
应收票据	365	5	128	109	101
其他应收款	195	65	285	243	223
存货	492	503	105	68	66
可供出售投资	1,007	700	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	295	123	123	123	123
固定资产	806	530	557	552	520
无形资产	113	232	221	210	199
<b>总负债</b>	<b>4,956</b>	<b>3,223</b>	<b>2,513</b>	<b>2,081</b>	<b>1,815</b>
无息负债	2,072	1,159	503	422	384
有息负债	2,884	2,064	2,009	1,659	1,431
<b>股东权益</b>	<b>2,627</b>	<b>1,530</b>	<b>1,412</b>	<b>1,398</b>	<b>1,415</b>
股本	629	629	629	629	629
公积金	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129
未分配利润	561	-233	-361	-387	-385
少数股东权益	299	0	10	22	37

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>633</b>	<b>559</b>	<b>162</b>	<b>433</b>	<b>332</b>
净利润	157	-686	-125	-22	2
折旧摊销	111	120	125	138	144
净营运资金增加	94	-354	-707	-292	-116
其他	271	1,479	869	609	302
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-992</b>	<b>779</b>	<b>726</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>
净资本支出	-468	-196	-50	-50	-50
长期投资变化	295	123	0	0	0
其他资产变化	-819	852	776	2	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>-287</b>	<b>-1,796</b>	<b>-322</b>	<b>-491</b>	<b>-333</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-6	-820	-182	-369	-228
无息负债变化	171	-913	-655	-81	-38
<b>净现金流</b>	<b>-639</b>	<b>-456</b>	<b>566</b>	<b>-106</b>	<b>-49</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	42.70%	-13.52%	-49.26%	-14.80%	-8.13%
净利润增长率	-46.25%	-536.01%	-81.81%	-82.24%	-145.03%
EBITDA 增长率	-15.47%	-130.75%	-156.46%	168.31%	11.35%
EBIT 增长率	-23.59%	-168.42%	-87.48%	-396.90%	20.13%
<b>估值指标</b>					
PE	17	-4	-22	-122	<b>270</b>
PB	1	2	2	2	2
EV/EBITDA	11	-33	50	17	15
EV/EBIT	14	-19	-128	40	31
EV/NOPLAT	20	-17	-171	53	42
EV/Sales	2	2	3	3	3
EV/IC	1	1	1	1	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	34.45%	28.65%	33.41%	36.93%	38.31%
EBITDA 率	15.94%	-5.67%	6.31%	19.86%	24.07%
EBIT 率	12.54%	-9.92%	-2.45%	8.53%	11.15%
税前净利润率	8.09%	-22.34%	-10.72%	-1.11%	2.98%
税后净利润率 (归属母公司)	4.84%	-24.39%	-8.74%	-1.82%	0.89%
ROA	2.48%	-14.59%	-3.02%	-0.30%	0.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.76%	-44.84%	-8.88%	-1.60%	0.72%
经营性 ROIC	5.75%	-7.64%	-0.83%	2.78%	3.64%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.17	0.77	1.00	1.04	1.13
速动比率	1.03	0.61	1.01	1.08	1.18
归属母公司权益/有息债务	0.81	0.74	0.75	0.91	1.11
有形资产/有息债务	2.33	2.08	1.78	1.92	2.11
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					1.65
EPS	0.25	-1.09	-0.20	-0.04	
每股红利	0.25	0.00	0.00	0.00	0.02
每股经营现金流	1.01	0.89	0.26	0.69	0.01
每股自由现金流(FCFF)	-0.17	0.19	1.37	0.74	0.56
每股净资产	3.70	2.43	2.24	2.20	0.53
每股销售收入	5.17	4.47	2.27	1.93	2.22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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, 本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且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼