

2017年06月29日
证券研究报告·专题报告

金陵体育 (300651) 轻工制造

买入 (首次)

当前价: 33.00元

目标价: 38.87元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

产品技术优势驱动业绩增长 赛事服务打造体育产业领先品牌

投资要点

- **专利加认证助力体育器材销量新高。**截至2016年底,公司拥有111项专利,发明专利11项;拥有国际篮联、国际田联、国际排联、国际手球联合等国际机构的专业认证,部分认证国内仅此一家。专利加认证使公司成为国内少数能够为奥运会等重大体育赛事提供体育器材及赛事服务的体育器材供应商。2016年,球类器材营业收入16431.8万元,创历史新高,同比增长23.4%;球类器材毛利7963.2万元,同比增长31.2%,球类器材毛利占产品毛利的56.8%;毛利率高达48.5%。
- **政策支持,原材料价格下降,场馆业务未见顶。**公司主要原材料塑料、钢材分别较2014年下降5.3%、28.7%,从而使得场馆座椅毛利率由15.1%上升至22.7%,加之优化场馆业务结构,明确业务重心至高毛利率的场馆座椅等方面,减少了低毛利的塑胶操场业务占比,13-16年该板块业务毛利率上升并稳定至29%。同时“十三五”计划中对于场馆建设的要求说明该板块市场空间还未到顶,有望进一步上升。
- **行业标准的制定人,产业领先品牌。**金陵体育是科技部火炬技术产业开发中心认定的国家火炬计划重点高新技术企业,是江苏省科技厅、江苏省财政厅、江苏省国税局和江苏省地税局联合认定的高新技术企业,是中国轻工业联合会认定的中国轻工业研发创新先进企业,也是《篮球架标准》(GB23176-2008)等15项国家标准及《排球柱和网》(QB/T4290-2012)等2项行业标准的起草单位之一。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为0.75元、0.79元、0.87元,归母净利润分别为5681万、5999万、6580万。涉及体育器材生产销售的可比公司2017年PE均值为52倍,给予金陵体育52倍估值,预计2017年市值为29.54亿元。现有总股本0.76亿,对应股价为38.87元。鉴于公司在体育器材、场馆设施等方面具备领先专利技术,近年业绩增长强劲,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**市场竞争风险;产业政策变化风险;原材料价格变动风险;球类器材销量及提价增速或不及预期;市场拓展风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	329.79	383.92	405.31	449.41
增长率	1.92%	16.41%	5.57%	10.88%
归属母公司净利润(百万元)	46.31	56.81	59.99	65.80
增长率	4.92%	22.67%	5.60%	9.70%
每股收益EPS(元)	0.61	0.75	0.79	0.87
净资产收益率ROE	13.37%	13.46%	12.44%	12.01%
PE	55	45	43	39
PB	7.41	6.08	5.33	4.69

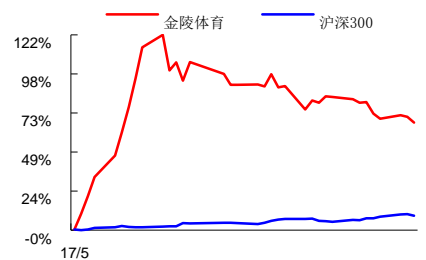
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@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)	0.76
流通A股(亿股)	0.19
52周内股价区间(元)	19.74-43.88
总市值(亿元)	24.99
总资产(亿元)	4.77
每股净资产(元)	6.13

相关研究

目 录

1 公司概况：综合性体育器材提供商，贯通体育产业供应链	1
2 主营业务：球类器材占据半壁江山，场馆设施业务举足轻重	3
2.1 球类器材：挑起大梁，拉动业绩增长	3
2.2 场馆设施：政策支撑，成本下降，市场空间未见顶	5
3 借力赛事打造品牌，技术优势引领行业	7
3.1 借力赛事提升知名度，打造优势体育品牌	7
3.2 百余项专利集一身，树立行业技术新标准	8
4 体育用品行业概况	11
4.1 体育用品行业概况	11
4.2 刺激体育用品行业发展的若干因素	12
5 盈利预测与估值	13
5.1 盈利预测	13
5.2 公司估值	15
6 风险提示	16

图 目 录

图 1: 金陵体育主要业务产品图示	1
图 2: 公司 2012 年以来营业收入及同比增速	2
图 3: 公司 2012 年以来归母净利润及同比增速	2
图 4: 金陵体育股权结构	2
图 5: 公司 2012-2016 年营业收入结构	3
图 6: 公司 2016 年主营业务毛利率情况	3
图 7: 球类器材营业收入及其增速	4
图 8: 球类器材毛利及其增速	4
图 9: 球类器材毛利占产品毛利比重	4
图 10: 球类器材毛利率	4
图 11: 场馆设施营业收入及其同比增速	5
图 12: 场馆设施毛利及其同比增速	5
图 13: 场馆设施毛利率	6
图 14: 场馆设施毛利占产品毛利比重	6
图 15: 金陵体育参与主要赛事服务图示	7
图 16: 体育用品行业规模变化	11
图 17: 2015 年体育用品细分行业占比	11

表 目 录

表 1: 球类器材细分产品情况	4
表 2: 篮球架产品单位价格、单位成本及毛利率情况	4
表 3: 公司参与的重大体育赛事情况	7
表 4: 公司获得的主要荣誉情况	8
表 5: 公司主要产品的核心技术	9
表 6: 公司参与起草的国家或行业标准情况	10
表 7: 公司主要产品资格认证情况	10
表 8: 城镇人口占比变化	12
表 9: 第五次、第六次全国体育场地普查对比	12
表 10: 公司主要业务预测情况	15
表 11: 可比公司 EPS、PE 统计情况	15
附表: 财务预测与估值	17

1 公司概况：综合性体育器材提供商，贯通体育产业供应链

江苏金陵体育器材股份有限公司是专业生产体育器材、场馆设施、健身器材等产品的股份制集团公司，注册资本 3000 万元。2017 年 5 月 9 日，金陵体育登陆创业板（股票代码：300651），公司首次公开发行股份不超过 1,893.34 万股的人民币普通股（A）股，且发行数量占公司发行后总股本的比例不低于 25%。公开发行股份全部为新股，原股东不公开发售股份。发行价格 13.71 元/股，新股募集资金 2.6 亿元，发行后总股本 7,573.3 万股。主要从事体育器材和场馆设施的研发、生产、销售以及体育赛事服务。

公司拥有“金陵”牌篮球架、“金陵”牌田径竞技器材两个“中国名牌产品”，“金陵”商标也被认定为“中国驰名商标”。金陵牌电动液压篮球架符合国际篮联竞赛规则并在国内唯一通过国际篮联(FIBA)的专业认证，田径器材也通过了国际田联(IAAF)的专业认证，公司产品连续荣获 1993-2003 中国体育用品博览会“金凤凰”奖和金奖。北京 2008 年奥运会田径、游泳、足球、曲棍球、手球、门球等多个项目体育器材皆为该公司提供。

公司经营范围涉及体育器材、场馆设施的生产、销售；文体活动设备的租赁、服务；各类商品和技术的进出口业务；体育场地设施工程专业承包（二级）。主要业务产品为球类器材、场馆设施、田径器材、赛事服务以及其他体育器材等。公司上游原材料包括钢材、塑料、铸件等，下游客户主要包括学校、政府事业性单位、居民公共社区、体育赛事组织等客户。

图 1：金陵体育主要业务产品图示

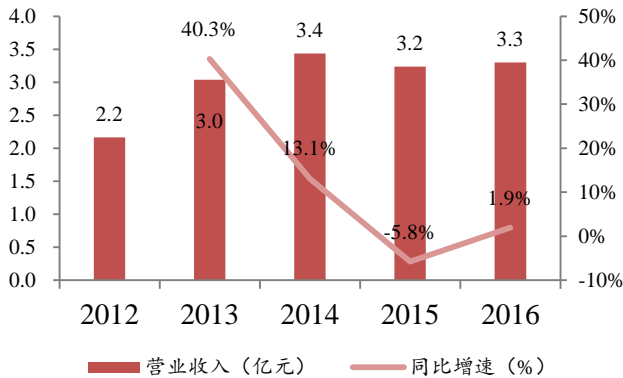


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩较为稳定，2014 年至 2016 年，公司的营业收入分别为 3.4 亿元、3.2 亿元和 3.3 亿元。2015 年，公司收入规模较 2014 年略有减少主要系当年其他体育器材的营收下降所致。2014 年至 2016 年实现的归属于母公司股东的净利润分别为 4886.4 万元、4413.8 万元和 4631.1 万元。

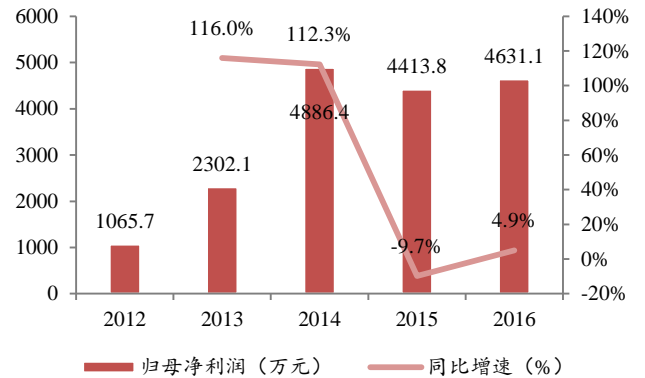
根据公司 2017 年一季报显示，2017 年 Q1 公司实现营收 3854.2 万元，同比增长 5.5%，实现归母净利润 196.6 万元，同比增长 6.1%。实际募集资金总额扣除发行费用后的净额为 2.2 亿元，拟全部用于体育器材产能扩建和研发中心用房两大项目。项目完成后公司将每年新增 10 万件球类器材、9 万件田径器材、22 万件其他体育器材的生产能力。

图 2：公司 2012 年以来营业收入及同比增速



数据来源：wind 资讯，西南证券整理

图 3：公司 2012 年以来归母净利润及同比增速

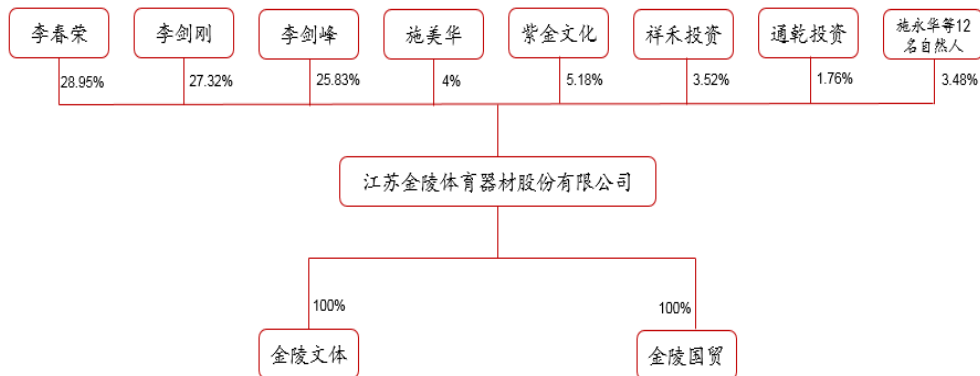


数据来源：wind 资讯，西南证券整理

公司股权结构

李春荣、李剑刚、李剑峰、施美华合计持有公司 86.1% 的股权，为公司的实际控制人。其中李春荣与施美华为夫妻关系，李剑刚和李剑峰为李春荣与施美华夫妇之子。

图 4：金陵体育股权结构



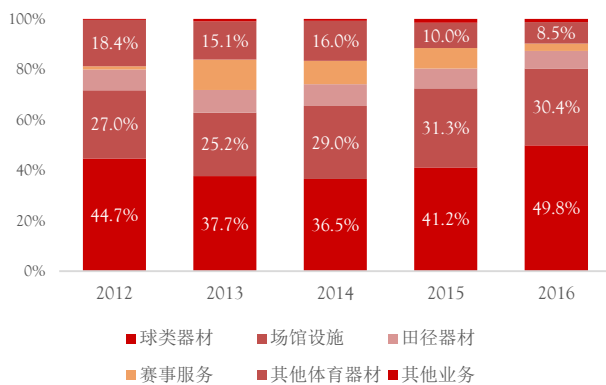
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 主营业务：球类器材占据半壁江山，场馆设施业务举足轻重

公司作为行业领先的综合性体育器材供应商，主营业务为体育器材和场馆设施的研发、生产、销售以及体育赛事服务，主要产品包括球类器材、田径器材、其他体育器材、场馆设施等。其中球类器材具体包括篮球架、排球柱、二十四秒计时器等产品；田径器材具体包括跳高架、跨栏架、障碍架等产品；其他体育器材具体包括健身器材、游泳器材等产品；场馆设施包括场馆座椅、活动看台、塑胶场地等产品；赛事服务具体涉及赛事后勤保障、票务等方面。

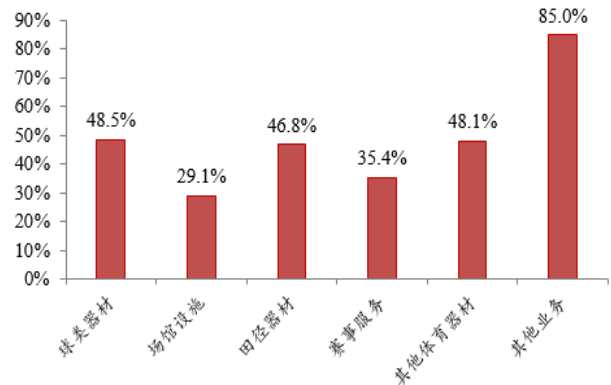
公司主营业务十分突出，且在同行业中具有较强的竞争实力，是国内少数能够为奥运会等重大体育赛事提供体育器材及赛事服务的体育器材供应商，发展潜力及前景良好。2012年-2016年，公司主营业务结构未发生重大变化，各项占比基本稳定。**2016年，球类器材营收占比高达 49.8%，场馆设施营收占比达 30.4%，球类器材和场馆设施营收占公司总营收的 80.2%；主营业务毛利率 42.5%，其中球类器材毛利率 48.5%，场馆设施毛利率 29.1%，田径器材毛利率 46.8%，赛事服务毛利率 35.4%，其他业务毛利率 85.0%。**

图 5：公司 2012-2016 年营业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

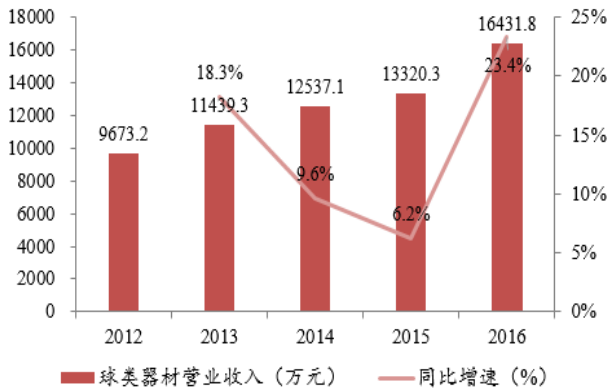
图 6：公司 2016 年主营业务毛利率情况



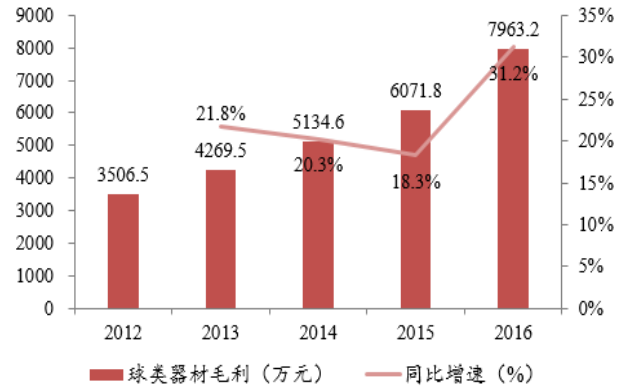
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 球类器材：挑起大梁，拉动业绩增长

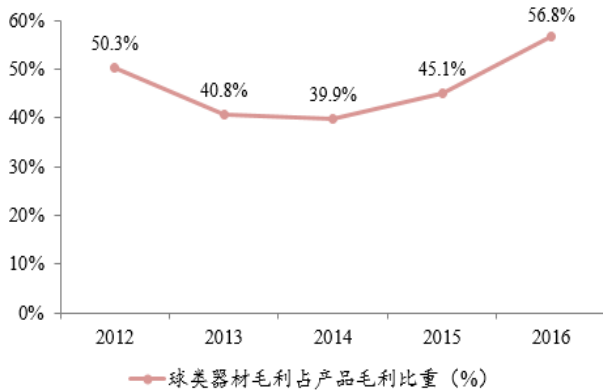
2016年，球类器材营业收入高达16431.8万元，创历史新高，同比增长23.4%；球类器材毛利7963.2万元，同比增长31.2%，球类器材毛利占产品毛利的56.8%；毛利率高达48.5%。在过去的五年里，球类器材挑起了业绩增长的大梁，营收累计增长69.9%；毛利率累计上升12.2个百分点；毛利更是累计增长127.1%。

图 7：球类器材营业收入及其增速


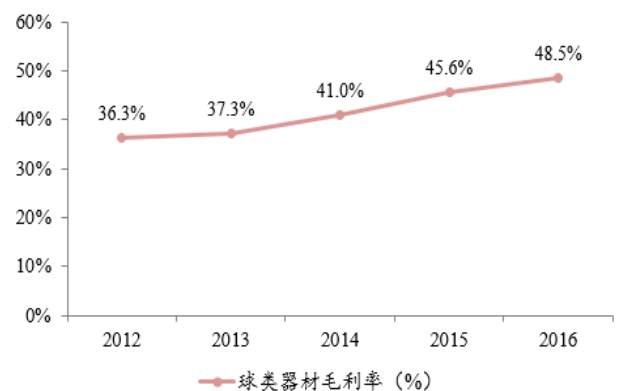
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：球类器材毛利及其增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：球类器材毛利占产品毛利比重


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：球类器材毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

球类器材营收排名前三的主要产品是篮球架、排球柱以及二十四秒计时器。

表 1：球类器材细分产品情况

年份	2016			2015			2014		
	营业收入 (万元)	占球类营收比	平均单价 (元)	营业收入 (万元)	占球类营收比	平均单价 (元)	营业收入 (万元)	占球类营收比	平均单价 (元)
篮球架	11993.3	73.0%	13214.3	9160.1	68.8%	12835.6	825796.0	65.9%	15135.6
排球柱	696.3	4.2%	5895.8	550.3	4.1%	5656.0	59428.0	4.7%	6177.6
二十四秒显示器	526.8	3.2%	9525.5	475.0	3.6%	9350.6	41710.0	3.3%	9544.6
合计	13216.3	80.4%		10185.5	76.5%		926934.0	73.9%	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 2：篮球架产品单位价格、单位成本及毛利率情况

项目	2016	2015	2014
单位价格 (元/副)	13214.3	12835.6	15135.6
单位成本 (元/副)	6547.2	6775.2	9290.4
价格同比变化	3.0%	-15.2%	

项目	2016	2015	2014
成本同比变化	-3.4%	-27.1%	
毛利率	50.5%	47.2%	38.6%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

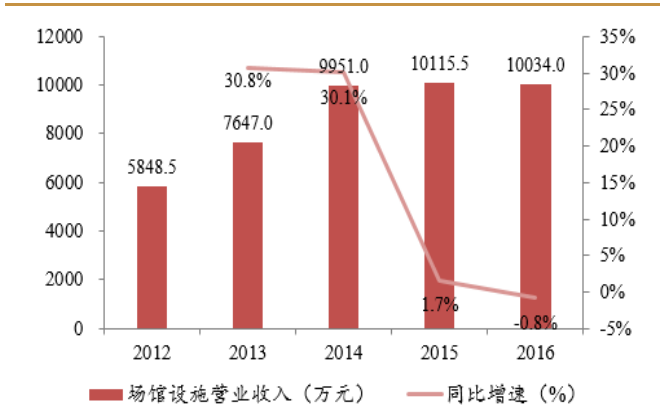
2015年，球类器材毛利率较2014年上升4.6个百分点，主要由于占球类器材收入比重较高的篮球架产品毛利率上升较多所致，篮球架毛利率上升原因具体如下：**一方面，钢材价格下降，使得篮球架单位成本下降较多。**2015年，公司主要原材料采购钢材价格较2014年下降28.7%，使得篮球架直接材料成本有所下降；并且2015年公司篮球架产量达到7531.5副，较2014年增加41.9%，使得篮球架单位成本中制造费用及人工费用分摊大幅减少，从而使得2015年公司篮球架单位成本较2014年下降幅度达到27.1%；**另一方面，公司凭借较强的产品议价能力，使公司篮球架产品在成本下降的情况下，销售价格下调幅度相对有限，**结合篮球架产品结构变化因素，2015年公司篮球架单位价格下降15.2%。综合上述因素，2015年公司篮球架产品毛利率上升较多。

2016年，公司球类器材毛利率较2015年上升2.9个百分点，主要由于：**一方面，球类器材中毛利率水平相对较高的篮球架产品收入占比进一步上升，**2016年，公司篮球架产品收入占比由68.8%上升至73.0%；**另一方面，球类器材产品中篮球架毛利率进一步上升，其他球类产品毛利率也有所上升，**2016年公司篮球架毛利率较2015年上升3.3个百分点，其他球类器材上升1.1个百分点。

2.2 场馆设施：政策支撑，成本下降，市场空间未见顶

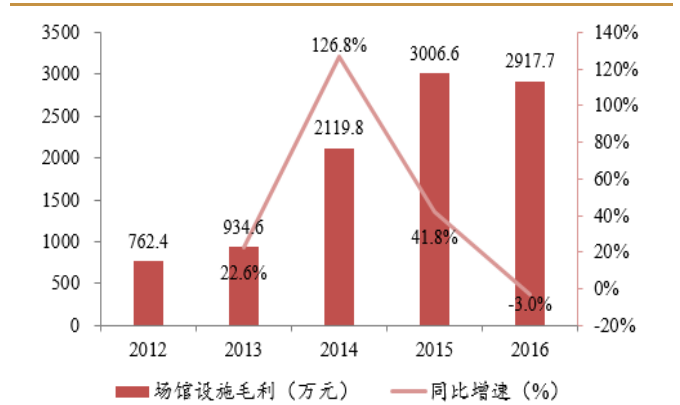
从营收与毛利的角度来看，近五年来，场馆设施的营收与毛利基本上呈现逐年增长态势；从毛利率的角度来看，由于将重心转向高毛利率的场馆座椅业务，毛利率在近五年有显著的上升。虽然公司场馆业务在2012-2014年的营收上保持了较高的增速，但在高增长时期后，2015年增速明显放缓，2016年出现小幅下降。2016年，场馆设施营业收入10034.0万元，同比下降0.8%；毛利2917.7万元，同比下降3.0%，毛利率29.1%，占总毛利的20.8%。虽然近年来增速明显下滑，但是依据《体育产业发展“十三五”规划》，在《规划》中明确提到2020年体育场地设施供给明显增加，人均体育场地面积超过1.8平方米的发展目标，该板块还有较为广阔的市场空间，市场空间未见顶。

图 11：场馆设施营业收入及其同比增速

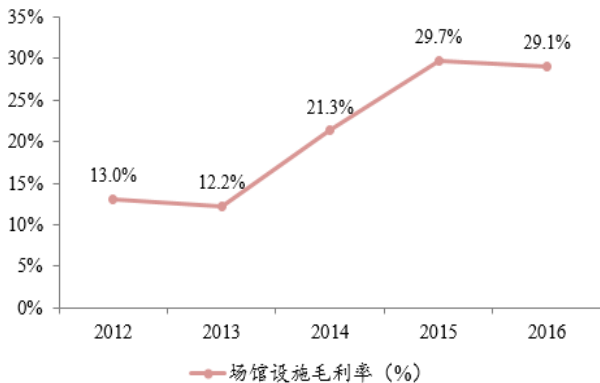


数据来源：公司公告，西南证券整理

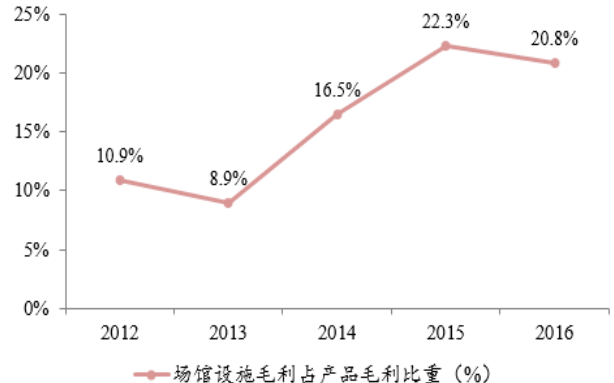
图 12：场馆设施毛利及其同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：场馆设施毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：场馆设施毛利占产品毛利比重


数据来源：公司公告，西南证券整理

2014年至2016年，公司场馆设施的毛利率水平分别为21.3%、29.7%和29.1%。2015年，公司场馆设施毛利率上升较多，主要由于：**一方面，收入结构变动。**2015年，公司场馆设施产品中毛利率水平相对较高的场馆座椅、活动看台收入占比明显提高，毛利率水平较低的塑胶场地收入占比明显下降。2014年、2015年，公司塑胶场地业务收入占比由31.2%下降至6.3%；**另一方面，场馆座椅毛利率上升。**公司场馆座椅产品主要原材料为塑料、钢材，2015年，该等原材料采购价格较2014年均明显下降，使得场馆座椅产品成本下降较多，场馆座椅毛利率有所上升，2015年，公司主要原材料塑料、钢材分别较2014年下降5.3%、28.7%，从而使得场馆座椅毛利率由15.1%上升至22.7%。

综合对比球类器材、场馆设施等主要产品，球类器材毛利率高于主营业务毛利率，而场馆设施产品低于主营业务毛利率，产生差异的主要原因如下：

第一，产品市场竞争激烈程度差异较大。与球类器材产品相比，行业内场馆设施产品生产技术相对较为成熟，企业数量较多，市场竞争较为激烈，导致场馆设施产品整体毛利率相对较低。

第二，产品市场定位不同，产品价格差异较大。公司器材类产品主要定位于中高端市场领域，相关客户对产品质量及品牌美誉度要求较高，公司在体育器材产品质量、生产规模和售后服务方面具备较强实力，产品议价能力较强。而公司场馆设施主要定位于普通座椅及看台的生产与销售，一般用于学校以及体育场馆等方面的配套建设，场馆座椅产品毛利率相对较低。

3 借力赛事打造品牌，技术优势引领行业

3.1 借力赛事提升知名度，打造优势体育品牌

2008年北京奥运会、2009年第二十五届亚洲男篮锦标赛、2010年广州亚运会、2011年深圳世界大学生运动会、2013年波兰沙滩排球世界锦标赛、2014年南京青奥会、2015年第一届青运会、2016年第十三届冬运会、里约奥运会、NBA中国赛、CBA联赛等多项重大国内、国际赛事上，都能看到金陵体育提供的体育器材及赛事服务。

公司一方面凭借强悍的技术研发实力、优质的产品质量及完善的配套服务等优势为国内外重大体育赛事提供服务；另一方面，公司借力赛事扩大自身产品和服务的影响力，提高品牌知名度，打造国内外知名体育商标。

图 15：金陵体育参与主要赛事服务图示



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：公司参与的重大体育赛事情况

年度	公司参与的重大体育赛事
2016	第十三届冬运会、里约奥运会
2015	第一届全国青年运动会
2014	世界青年奥林匹克运动会（南京）、仁川亚运会
2013	国际田联钻石联赛上海站、南京亚洲青年运动会、波兰沙滩排球世界锦标赛、荷兰世界沙滩排球巡回赛
2011	第二十六届世界大学生运动会（深圳）、第七届全国城市运动会、第八届全国残疾人运动会
2010	国际田联钻石联赛布鲁塞尔总决赛、国际田联钻石联赛上海站、第十六届亚运会（广州）
2009	第二十五届亚洲男篮锦标赛、第十九届世界女子手球锦标赛、第十一届全国运动会、斯坦科维奇杯
2008	第二十九届奥林匹克运动会（北京）、NBA 中国赛
2007	第五届女足世界杯、NBA 中国赛、第六届全国城市运动会
2006	第十一届国际田联世界青年田径锦标赛、斯坦科维奇杯篮球赛
2005	第十届全国运动会
2004	第十三届亚洲足球锦标赛、NBA 中国赛

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司始终致力于“金陵”品牌的塑造与推广，经过多年的发展和积淀，公司“金陵”品牌已具有较强的市场影响力和品牌美誉度。2006年8月，公司“金陵”品牌被中国文教体育用品协会评为“中国十大体育用品品牌”；2006年9月、2007年9月，公司“金陵”牌篮球架、“金陵”牌田径竞技器材被国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌产品”；2010年，公司“金陵”品牌被中国经贸商务协会、中国品牌价值研究中心、消费与市场杂志社评为“中国100最具价值体育品牌”等；2014年-2016年，公司连续三年被评为“中国轻工业体育用品行业十强”，根据中国轻工业体育用品行业十强企业名单，与金陵体育业务和产品相似的综合性体育器材供应商仅有泰山体育产业集团有限公司、上海红双喜股份有限公司及广州双鱼体育用品集团有限公司等少数企业。

表 4：公司获得的主要荣誉情况

序号	时间	荣誉名称	颁发机构
1	2016.06	2015 年度中国轻工业体育用品行业十强	中国轻工业联合会
2	2015.05	2014 年度中国轻工业体育用品行业十强	中国轻工业联合会
3	2014.06	中国轻工业百强企业	中国轻工业联合会
4	2014.05	2013 年度中国轻工业体育用品行业十强	中国轻工业联合会
5	2012.05	2011 年度中国轻工业体育用品行业十强	中国轻工业联合会
6	2012.05	中国国际体育用品博览会 卓越伙伴证书	中国国际体育用品博览会组委会
7	2010.04	中国体育用品行业二十强	中国文教体育用品协会
8	2010	中国 100 最具价值体育品牌证书	中国经贸商务协会、中国品牌价值研究中心、消费与市场杂志社
9	2008.05	中国体育用品业最佳新品奖（电动液压篮球架）	中国体育用品联合会
10	2007.05	中国体育用品评选“畅销人气奖”	中国体育用品联合会
11	2006.09	中国名牌产品（金陵牌篮球架）称号	国家质量监督检验检疫总局
12	2006.08	中国十大体育用品品牌	中国文教体育用品协会
13	2006.04	中国国际体育用品博览会畅销人气奖	中国体育用品联合会流通专业委员会
14	2004.11	中国文教体育用品行业企业三十强	中国文教体育用品协会

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.2 百余项专利集一身，树立行业技术新标准

技术研发是公司持续发展的基础，也是公司维持行业领先地位的重要保障。经过多年的研发积累，金陵体育逐步拥有多项授权保护的专利技术，实现多项技术的科技成果转化，并参与多项国家或行业标准的起草；截至 2016 年 12 月 31 日，**公司已拥有 111 项专利，其中发明专利 11 项。**

金陵体育拥有完整的研发体系，核心技术来源于自主研发。公司核心技术主要包括带有液压多向传动全自动系统的篮球架技术、新型田径 110M 栏装备技术、中空吹塑椅技术、田径计时计分系统技术、终点摄影计时系统技术、新型户外健身器材技术等。

表 5：公司主要产品的核心技术

序号	技术名称	技术核心要点	相应的技术或非专利技术
1	带有液压多向传动全自动系统的篮球架技术	采用微电脑控制系统，使篮架具有升降系统、走轮具有伸缩机构、电器、液压系统。电机接通单相电源启动，带动油泵，经微电脑控制系统进行“功能”转换，油缸随即产生伸缩运动，从而使球架立柱升降和底座起轮起落。	非专利技术；实用新型专利（专利号：ZL 201320795896.8）
2	新型田径 110M 栏装备技术	主要采用铝压铸控制技术、牵引调节控制技术、配重块随动控制技术对传统产品进行工艺改造，增强产品的自动化性能。通过采用高硬度铝对压铸方法和时间进行控制，使得产品的强度得以加强，采用了新型铝合金型材，大大减轻了起跑器、跨栏架的整体重量。	非专利技术；实用新型专利（专利号：ZL 201020646002.5）
3	中空吹塑椅技术	主要从中空吹塑方面进行研发，使产品达到耐水性、耐污性、耐化学性、耐油性的效果，增强产品的阻燃、抗老化特性。通过新型阻燃、抗老化材料的应用控制技术，解决了产品易燃、易老化的问题，使产品达到了 B1 难燃级别。开发了中空吹塑工艺的控制技术，使产品能一次加工成型，具有高抗弯强度、抗冲击强度和优良的耐酸碱性、抗静电性、耐磨性、耐水性等优点；研发了支撑脚结构的控制技术，不仅使座椅安装后更稳固，安装方式灵活多样。	非专利技术；实用新型专利（专利号：ZL 201120242297.4）
4	田径计时计分系统技术	利用软件对各通讯口及时读取相关比赛实时测得的数据，以确保各项数据的精确性和传递的及时性。主要采用数据屏蔽传输控制技术，数据拾取、储存、联网传输技术。通过数据屏蔽控制技术，保证了数据传输的精准性，防止数据出现丢失或出现乱码；研发了比赛成绩同步拾取、存储、联网传输技术，直接对比赛数据进行分析、保存、打印，并可以通过网络将比赛成绩传送到编排控制中心进行确认。	金陵体育马拉松计时计分软件 V1.0(软著登字第 0903067 号)
5	终点摄影计时系统技术	主要采用光拦截控制技术、高速 CCD 摄像与定时系统及高速数据采集系统整合的设计技术。通过光拦截控制技术，光电拦切触发器红外线感应，把信号送入电计室；采用高光感应矩阵，把彩色摄像机（High Light sensitivity CCD Matrixcolor camera）与摄影系统、截断电眼、调云台、光纤、PC 主机等有机整合，保证比赛判定的摄像画面清晰，计时所产生的误差限制在万分之一以下。	非专利技术
6	新型户外健身器材技术	采用铝合金型材镶嵌防腐木的工艺控制技术、可拆卸式结构控制技术。通过铝合金型材与防腐木镶嵌的工艺控制技术，在立柱的木材层上设置凸榫，铝合金型材上设置嵌槽，木材层通过凸榫与嵌槽相互配合固定设置在铝合金型材的外侧，使铝合金型材与防腐木能有机结和在一起，产品立柱手感好，造型更加美观，立柱表面不会发生锈蚀，使用安全、结构牢固、强度高、安装方便；开发了可拆卸式结构控制技术，使产品能够随时拆卸，便于安装、维修。	非专利技术；发明专利（专利号：ZL 200910144417.4）

数据来源：招股说明书，西南证券整理

金陵体育是科技部火炬技术产业开发中心认定的国家火炬计划重点高新技术企业，是江苏省科技厅、江苏省财政厅、江苏省国税局和江苏省地税局联合认定的高新技术企业，是中国轻工业联合会认定的中国轻工业研发创新先进企业，也是《篮球架标准》(GB23176-2008)等 15 项国家标准及《排球柱和网》(QB/T4290-2012) 等 2 项行业标准的起草单位之一。

表 6：公司参与起草的国家或行业标准情况

序号	项目名称	项目性质	主办单位	项目进度
1	《体育用品电器部分的通用要求》(GB31187-2014)	国家标准	中国轻工业联合会	2015 年 1 月 1 日实施
2	《篮球架标准》(GB23176-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2010 年 4 月 1 日实施
3	《举重杠铃的安全、性能要求和试验方法》(GB/T23177-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2010 年 4 月 1 日实施
4	《体操器械-助跳板》(GB/T23121-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
5	《标枪》(GB/T22765-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
6	《撑竿跳高架》(GB/T23171-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
7	《跨栏架》(GB/T23117-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
8	《链球》(GB/T23116-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
9	《铅球》(GB/T23161-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
10	《体操器械体操垫》(GB/T23124-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
11	《跳高架》(GB/T23122-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
12	《铁饼》(GB/T23123-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
13	《运动器材标准编写要求》(GB/T23162-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
14	《体育器械自由体操场地》(GB/T23125-2008)	国家标准	中国轻工业联合会	2009 年 9 月 1 日实施
15	《中小学体育器材和场地第 3 部分：篮球架》(GB/T19851.3-2005)	国家标准	教育部	2005 年 10 月 1 日实施
16	《排球柱和网》(QB/T4290-2012)	行业标准	中国轻工业联合会	2012 年 11 月 1 日
17	《足球门柱和网》(QB/T4291-2012)	行业标准	中国轻工业联合会	2012 年 11 月 1 日

数据来源：招股说明书，西南证券整理

产品认证是进入国内外重大体育赛事供应商体系的必要条件，也是政府、学校等下游客户选择供应商的重要因素。随着公司技术实力和产品品牌影响力的不断提高，公司多项产品获得国际篮联、国际田联、国际排联、国际手联的专业认证，公司也成为国际篮联的技术合作伙伴、国际排联认可的官方供应商、中国男（女）子篮球职业联赛（CBA、WCBA）指定器材供应商、中国排球协会竞赛器材（包括联赛、大奖赛、锦标赛等）供应商、中国田径协会田径器材类官方供应商、中国游泳协会装备委员会五星级会员单位等。

表 7：公司主要产品资格认证情况

序号	认证机构	产品名称
1	国际篮球联合会（FIBA）	电动液压篮球架（YLJ-5）、电动液压篮球架（YLJ-3B） 手动液压篮球架（YLJ-SA）、手动液压篮球架（YLJ-SB） 弹性平衡篮球架（TXJ-1B）、弹性平衡篮球架（TXJ-2B） 弹性平衡篮球架（TXJ-2B）、奥运之星智能篮球架（YLJ-5B）、 移动式单臂篮球架（YDJ-2B）
2	国际田径联合会（IAAF）	标枪 BQ-4、标枪 BQ-6、场地道牙 CDY-1、抵趾板 DZB-1、海绵垫 HMB-2、接力棒 JLB-1、链球 LQ-1、链球 LQ-5、链球 LQ-9、投掷护笼、起跑器 QPQ-3、铅球 QQ-2、

序号	认证机构	产品名称
		跨栏架 ZKL-1 等产品
3	国际排联联合会（FIVB）	室内排球系统、沙滩排球系统
4	国际手球联合会（IHF）	手球门（SQM-2）

数据来源：招股说明书，西南证券整理

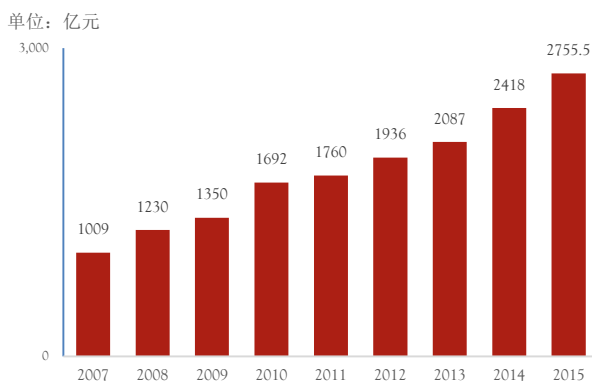
金陵体育产品下游客户为政府、学校及体育赛事组织，对体育器材产品有较为严格的质量标准考核，稳定的产品质量控制是为下游客户提供体育器材产品和体育赛事服务的关键因素。公司建立了严格的质量控制体系，通过了 ISO9001:2008 质量管理体系认证和 ISO14001:2004 环境管理体系认证，全面规范地建立和完善了内部管理制度，明确了各部门及各岗位的职责，对产品技术开发、生产、检验、销售实施全过程标准化的管理和控制，保证公司产品质量满足客户要求。

4 体育用品行业概况

4.1 体育用品行业概况

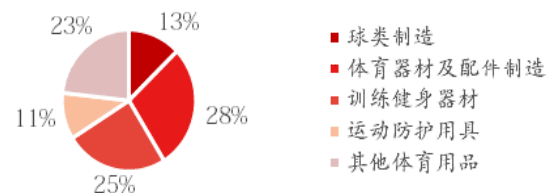
体育用品行业是体育产业的重要组成部分，具体包括体育器材及配件制造、训练健身器材制造、球类制造、运动防护用具制造以及其他体育用品制造等。随着国内居民收入水平的提高，国内体育用品市场需求快速增长；同时，国内体育用品出口规模继续保持稳定增长，带动国内体育用品行业规模不断扩大。根据《中国体育用品产业发展白皮书》统计数据显示，2007 年至 2015 年，体育用品业年增加值从 1,009.0 亿元增长到 2,755.5 亿元，年复合增长率为 13.4%，体育用品行业发展迅速。**其中公司主营业务所处的细分子行业体育器材及配件制造、球类制造、训练健身器材的收入占比较高，分别占体育用品市场份额的 28.5%、12.6%、24.9%。**

图 16：体育用品行业规模变化



数据来源：国家体育总局，西南证券整理

图 17：2015 年体育用品细分行业占比



数据来源：中国文教体育用品协会，西南证券整理

虽然我国体育用品行业市场规模发展迅速，但是行业增加值在国民生产总值中的比重明显较低，2015 年我国体育用品行业增加值占 GDP 的比重为 0.4%，远低于发达国家 2%-3% 水平。随着未来国内居民收入水平的不断提高，体育用品市场需求继续保持稳定增长，国内

体育用品行业仍有明显的市场空间。根据国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿，体育产业成为推动经济社会发展的重要力量。根据该目标未来我国体育产业复合增长率将达到 16%左右，而作为体育产业的重要组成部分，未来我国体育器材行业亦将迎来快速发展阶段。

4.2 刺激体育用品行业发展的若干因素

（1）居民可支配收入及城镇化进程：改革开放以来，国内经济保持持续快速发展，居民收入水平不断提高，体育产品消费支出随之增加，带动体育器材行业的快速发展。而随着国内经济的逐步转型、稳增长相关措施效果的逐步显现，未来宏观经济增长将保持合理的增长区间。此外，随着居民收入的提高，居民体育健身意识不断增强，将加速体育器材行业的发展。根据国家体育总局 2014 年抽样调查显示，我国城乡居民中经常参加体育健身活动的人数比例达到 32.7%，较上期调查结果增加 4.5%，居民体育健身意识明显提高。

表 8：城镇人口占比变化

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
城镇人口占总人口比例 (%)	48.34	49.95	51.27	52.57	53.73	54.77	56.1

数据来源：招股说明书，西南证券整理

（2）体育赛事的举办推动体育器材行业进一步发展：体育赛事能直接带动体育器材的产销，根据国家体育总局统计，2012 年-2014 年，我国平均每年举办 900 多场各类体育赛事，凭借强大的体育赛事举办竞争力，未来我国将更多地承接各类体育赛事的举办；目前我国已获得 2022 年冬季奥运会的主办权。未来我国各类体育赛事的举办，将推动国内体育器材市场规模的持续增长。

（3）体育场馆建设：体育场馆是进行体育锻炼和比赛的场所，是体育赛事运营的重要载体，也是体育产业发展的物质基础。近年来我国重视体育设施建设，体育场地不管是数量上还是规模上都在快速增长。根据《第六次全国体育场地普查数据公报》，2013 年我国的体育场地数量为 169.5 万个，总场地面积 19.9 亿平方米，比 2003 年底第五次全国场地普查时场地数量增加了 84.5 万个，增长率 99.3%，场地面积增加了 6.6 亿平方米，涨幅 49.8%。按照 2013 年底全国总人口 13.6 亿人（不含港澳台地区）计算，平均每万人拥有体育场地 12.45 个，人均体育场地面积 1.5 平方米。虽然国内人均体育场地面积明显提高，但整体仍处于较低水平，人均场地面积不足美国、日本等国家的十分之一，依据《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》中提出“锻炼人口达到 5 亿”、“5 万亿产业规模”、“人均体育场地面积达到 2 平方米”等任务，意味着我国体育场馆未来的发展空间还很大。预计 2017 年中国每万人拥有体育场地数量将达到 15.81 个，未来五年（2017-2021）年均复合增长率约为 6.2%，2021 年中国每万人拥有体育场地数量将达到 20.1 个。

表 9：第五次、第六次全国体育场地普查对比

项目	2003	2013	增长率
体育场地（万个）	85.0	169.5	99.3%
体育场地面积（亿平方米）	13.3	19.9	49.8%
人均体育场地面积（平方米）	1.0	1.5	41.8%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

(4) 学校体育投入加大: 根据《教育行业十二五规划》, 我国未来教育政策重点将继续提高国民的学历水平和综合素质, 并积极发展高中教育及高等教育, 预计 2020 年我国高中教育以上学生人数将达到 8,250 万人, 较 2013 年增长 68.2%。随着未来在校学生规模的扩大将推动学校体育设施建设规模的扩大, 并带动体育器材市场规模的增加。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

公司有以下几个核心业务: 球类器材、田径器材、场馆设施、其他体育器材以及赛事服务收入, 因此以分拆的角度来进行盈利预测。

1) 球类器材

公司球类器材主要包括篮球器材、排球器材、足球器材、乒乓球器材、羽毛球器材等, 其中篮球器材包括篮球架、24 秒显示器。2014 年至 2016 年, 球类器材的营业收入分别为 12,537.1 万元、13,320.3 万元和 16,431.8 万, 毛利率平均为 45.0%。其中篮球器材与排球器材占 2014-2016 年球类器材的营收比例均超过 75.0%, 2016 年更是达到了 80.4%。球类器材中涉及篮球方面的器材销量稳中有升, 篮球架近两年单价有所上升, 预计未来年均价格 14000 元, 2014-2016 年销量每年增加 2000 个左右, 24 秒计时器与排球预计年均收入稳定上升。其余低价器材销量受大型赛事的影响很大, 故假设其余平均占比为 20%, 因此预计 2017 球类器材的销量为如下:

$$2017 \text{ 球类营收} = (11000 \text{ 个} * 14000 \text{ 元/个} + 500 \text{ 万} + 700 \text{ 万}) / 80\% = 20750 \text{ 万}$$

考虑到篮球架使用周期长, 新增场馆产生的需求得到满足之后仅有更新的需求, 因此篮球方面估计 2018 的销量比较 2017 的小幅增长 1000, 2019 年 8 月 30-9 月 22 日中国将举办男篮世界杯销量增长为 2000, 因此我们类推 2018-2019 年分别为:

$$2018 \text{ 球类营收} = (12000 \text{ 个} * 14000 \text{ 元/个} + 600 \text{ 万} + 800 \text{ 万}) / 80\% = 22750 \text{ 万}$$

$$2019 \text{ 球类营收} = (14000 \text{ 个} * 14000 \text{ 元/个} + 700 \text{ 万} + 900 \text{ 万}) / 80\% = 26375 \text{ 万}$$

2) 田径器材

2014 年至 2016 年, 公司田径器材的营业收入分别为 2,942.9 万元、2,535.0 万元和 2,301.6 万元, 毛利率比较稳定, 约为 47.0%。2015 年、2016 年, 公司田径器材收入相对较少主要系当期大型体育赛事的减少使得公司田径器材的销售收入相应减少所致, 所以考虑到 2017 年 9 月有全运会, 田径器材或有较大增幅, 而 2018 与 2019 有关田径的大型赛事暂不确定, 故 2017 年田径收入预计 3000 万元, 2018 与 2019 年预计 2500 万元。

3) 场馆设施

场馆设施包括塑胶场地销售收入、场馆座椅销售收入、活动看台销售收入等项目, 2014-2016 年场馆收入分别为 9951.0 万、10115.5 万以及 10034.0 万, 毛利率约为 30.0%。

(a) 塑胶场地

公司塑胶场地大部分属于定制类产品，其中施工内容产品结构以及型号对产品单价影响较大；同时，该等产品现场施工过程中，场地条件等因素对塑胶场地的价格亦产生较大影响，因此该板块的收入以及单价均不稳定，2014年-2015年的收入分别为2753.0万、599.2万以及1405.2万，因此折中计算该块收入1585.8万。

(b) 场馆座椅销售收入

2014-2016年场馆座椅销售收入分别为3015.4万、5504.2万以及3626.0万，座椅分为普通座椅以及豪华座椅。2015年该板块的收入相对于其他两年高很多，主要原因是普通座椅的销量巨大，约为2016年的3倍，2015年国内举办了男篮亚锦赛、苏迪曼杯、中网、深网、女排亚锦赛等赛事，较高的普通座椅销量或与这些赛事有关。相比之下2014与2016年的普通座椅销量则比较正常。在豪华座椅方面，公司的销量一直在上升，豪华座椅的销量会直接拉动平均销售价格，因此预计未来该板块销售情况如下：

2017 座椅收入=25万个*150元/个=3750万

2018 座椅收入=25万个*160元/个=4000万

2019 座椅收入=25万个*170元/个=4250万

(c) 活动看台销售收入

2014-2016年活动看台销售收入分别为3045.1万、3432.2万以及3774.7万，具体分为场馆活动看台、室外装拆式看台和其他。16年开始，有高单价的场馆活动看台数量相对于2015年上升了9.0%，结合新增的其他类型看台带动整体收入同比上升10.0%，预期2017-2019年保持10.0%增速，预期收入分别为4152.2万、4567.2万以及5023.9万。

2014-2016年在招股说明书中具体分析3块收入占场馆设施的比例分别为88%、94%、87%，平均约为90%。因此，预计未来的场馆收入为：

2017 场馆收入=(1585.79万+3750万+4152.20万)/90%=10542.2万

2018 场馆收入=(1585.79万+4000万+4567.20万)/90%=11281.1万

2019 场馆收入=(1585.79万+4250万+5023.92万)/90%=12066.3万

4) 其他体育器材

其他体育器材主要包括健身器材、游泳器材、体操器材、举重器材、电子显示屏以及体育器材配件等。2014年至2016年，公司其他体育器材的营业收入分别为5,481.7万元、3,232.6万元和2,811.9万元，毛利率约为48.0%。其他体育器材的价位区间主要分为200元/个以下、200元/个-30000元/个以及30000元/个以上。近年来三个档次的设备在经历2013-2014的高增速之后销量都下降得比较快，新增需求下降，因此预计2017年该板块收入还会有所下降，但2018-2019可能趋于平稳，所以预计2017-2019年三年该板块的收入约为2700万、2600万、2600万。

5) 赛事服务

该板块2014-2016年下降得比较快，因此以2016年的标准来预测未来三年。即2017-2019年营收958.0万元，毛利率35%。

表 10: 公司主要业务预测情况

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
球类器材	收入	164.3	207.5	227.5	263.8
	成本	84.7	114.1	125.1	145.1
	毛利率	48.0%	45.0%	45.0%	45.0%
田径器材	收入	23.0	30.0	25.0	25.0
	成本	12.2	15.9	13.3	13.3
	毛利率	47.0%	47.0%	47.0%	47.0%
场馆设施	收入	100.3	105.4	112.8	120.7
	成本	71.2	73.8	79.0	84.5
	毛利率	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他体育器材	收入	28.1	27.0	26.0	26.0
	成本	14.6	14.0	13.5	13.5
	毛利率	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%
赛事服务	收入	9.6	9.6	9.6	9.6
	成本	6.2	6.2	6.2	6.2
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	收入	4.4	4.4	4.4	4.4
	成本	0.7	0.7	0.7	0.7
	毛利率	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	收入	329.8	383.9	405.3	449.4
	成本	189.5	224.7	237.7	263.2
	毛利率	43.0%	41.0%	41.0%	41.0%

数据来源: 西南证券

5.2 公司估值

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.75 元、0.79 元、0.87 元, 归母净利润 5681 万、5999 万、6580 万。金陵体育是一家做体育类产品的制造业公司, 与体育经纪或是营运体育俱乐部相关的体育类公司有较大的差别, 因此选择体育行业中涉及体育产品生产的公司作为可比标的, 具体标的为: 三夫户外、探路者。2017 年 PE 均值为 52 倍, 给予金陵体育 52 倍估值, 预计 2017 年市值为 29.54 亿元。现有总股本 0.76 亿, 对应股价为 38.87 元。鉴于公司在体育器材、场馆设施等方面具备领先专利技术, 近年业绩增长强劲, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 11: 可比公司 EPS、PE 统计情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002780.SZ	三夫户外	28.32	0.41	0.51	0.69	67.58	55.07	40.82
300005.SZ	探路者	71.21	0.21	0.24	0.23	37.32	33.43	34.48
均值						52.45	44.25	37.65

数据来源: Wind、西南证券整理

6 风险提示

- 1) 行业竞争风险：公司所处的体育器材制造行业市场集中度相对较低，行业竞争较为激烈。
- 2) 产业政策变化风险：公司主营业务为体育器材和场馆设施的研发、生产、销售及赛事服务，受居民收入水平及政府财政支出等因素影响较大。
- 3) 原材料价格波动风险：主要原材料价格的波动会对公司主要产品的生产成本产生影响，球类器材销量及提价增速或不及预期。
- 4) 市场拓展风险：项目达产后，公司存在由于市场需求变化、产业政策导向变化以及竞争企业产能扩张等原因而导致的市场拓展风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	329.79	383.92	405.31	449.41	净利润	46.31	56.81	59.99	65.80
营业成本	189.54	224.71	237.71	263.15	折旧与摊销	12.97	23.01	23.01	23.01
营业税金及附加	4.93	4.73	5.03	5.73	财务费用	0.75	-0.15	-0.20	-0.26
销售费用	36.41	38.06	40.23	45.27	资产减值损失	2.62	0.58	0.00	0.00
管理费用	41.23	46.61	49.79	55.53	经营营运资本变动	-19.82	-2.03	-12.18	-13.95
财务费用	0.75	-0.15	-0.20	-0.26	其他	0.39	1.08	1.35	2.02
资产减值损失	2.62	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	43.22	79.30	71.97	76.62
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-28.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-20.95	3.03	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	-49.79	3.03	0.00	0.00
营业利润	54.30	69.37	72.74	80.00	短期借款	30.00	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.34	0.20	0.45	0.48	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	55.64	69.57	73.19	80.48	股权融资	0.00	18.93	0.00	0.00
所得税	9.33	12.76	13.21	14.67	支付股利	-11.36	0.00	0.00	0.00
净利润	46.31	56.81	59.99	65.80	其他	-0.07	0.15	0.20	0.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	18.57	-10.92	0.20	0.26
归属母公司股东净利润	46.31	56.81	59.99	65.80	现金流量净额	12.42	71.41	72.17	76.89
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	44.11	115.52	187.69	264.57	成长能力				
应收和预付款项	141.47	163.86	173.64	192.20	销售收入增长率	1.92%	16.41%	5.57%	10.88%
存货	65.20	78.57	82.67	91.68	营业利润增长率	-4.50%	27.76%	4.86%	9.97%
其他流动资产	0.16	0.61	0.49	0.60	净利润增长率	4.92%	22.67%	5.60%	9.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.72%	35.60%	3.60%	7.52%
投资性房地产	3.03	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	169.41	152.32	135.22	118.13	毛利率	42.53%	41.47%	41.35%	41.45%
无形资产和开发支出	51.68	45.76	39.84	33.92	三费率	23.77%	22.02%	22.16%	22.37%
其他非流动资产	14.35	14.35	14.35	14.35	净利率	14.04%	14.80%	14.80%	14.64%
资产总计	489.40	570.98	633.90	715.45	ROE	13.37%	13.46%	12.44%	12.01%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.46%	9.95%	9.46%	9.20%
应付和预收款项	104.10	138.73	141.11	155.98	ROIC	14.33%	16.66%	18.26%	20.55%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.63%	24.03%	23.58%	22.86%
其他负债	8.86	10.06	10.61	11.50	营运能力				
负债合计	142.95	148.79	151.72	167.47	总资产周转率	0.71	0.72	0.67	0.67
股本	56.80	75.73	75.73	75.73	固定资产周转率	2.52	3.22	3.96	5.27
资本公积	45.30	45.30	45.30	45.30	应收账款周转率	2.48	2.63	2.51	2.57
留存收益	244.35	301.16	361.15	426.95	存货周转率	2.84	3.13	2.95	3.02
归属母公司股东权益	346.45	422.19	482.18	547.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	346.45	422.19	482.18	547.98	资产负债率	29.21%	26.06%	23.93%	23.41%
负债和股东权益合计	489.40	570.98	633.90	715.45	带息债务/总负债	20.99%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.78	2.44	2.97	3.32
					速动比率	1.32	1.91	2.42	2.76
					股利支付率	24.53%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.61	0.75	0.79	0.87
					每股净资产	4.57	5.57	6.37	7.24
					每股经营现金	0.57	1.05	0.95	1.01
					每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	68.02	92.24	95.56	102.75					
PE	55.47	45.22	42.82	39.04					
PB	7.41	6.08	5.33	4.69					
PS	7.79	6.69	6.34	5.72					
EV/EBITDA	27.77	26.44	24.77	22.29					
股息率	0.44%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn