

证券研究报告—动态报告/公司快评
纺织服装及日化
服装 II
贵人鸟 (603555)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2015 年 04 月 21 日

投资欧洲足球经纪公司 BOY，体育外延并购迈出坚实一步

证券分析师：朱元

021-60933162

zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513070005

联系人：郭陈杰

021-60875168

guocj@guosen.com.cn

事项：

贵人鸟 4 月 20 日发布公告：为推动公司在体育产业，特别是足球领域的布局，公司与欧洲足球经纪公司 THE BEST OF YOU SPORTS, S.A. (BOF) 签署《合作意向书》，拟向 BOY 投资 2000 万美元，投资总额将以分两期投资，每期投资 1000 万欧元的方式向 BOY 支付。

评论：

■ 体育外延并购迈出坚实一步，涉足欧洲足球产业

自 14 年确立“体育产业化集团”发展战略并于今年初牵手虎扑以来，公司始终坚定不移推进战略转型步伐，以中欧盛世合资公司及体育产业基金为平台，加快体育产业布局。随着此次以 2000 万欧元（约 1.33 亿人民币）投资 BOY 切入足球产业，公司外延并购迈出坚实一步，战略意义突出。

BOY 主要从事足球经纪业务，自 2012 年以来服务过伊克尔·卡西利亚斯 (Iker Casillas)、哈维·阿隆索 (Xabi Alonso)、马塞洛 (Marcelo)、阿尔瓦罗·阿韦洛亚 (Alvaro Arbeloa)、埃斯特万·格拉内罗 (Esteban Granero) 等知名球员和教练，其中卡西利亚斯、阿隆索等均是西班牙足球三连冠的重要成员，也都来自皇马、切尔西、国际米兰、AC 米兰等欧洲顶级足球俱乐部。无论从服务的球员或俱乐部来看，BOY 在欧洲足球领域的背景都颇具看点，依靠创始人和核心高管的皇马俱乐部渊源（过去均就职于皇马），以西甲联赛为基础，逐步将服务范围扩展至欧洲其他联赛乃至全球，处于西班牙国内经纪公司的最顶尖水平。

表 1：BOY 核心高管团队背景

姓名	职位	背景
奥斯卡·里沃特	CEO	前皇家马德里俱乐部传媒总监和一线队新闻官
佩德罗·格拉内罗	创始人和亚洲事务主管	前皇家马德里俱乐部青训球员、现西甲皇家社会俱乐部明星球员 Esteban Granero 的哥哥
米格尔·帕德萨	足球主管	前西班牙皇家马德里俱乐部著名球员，于 2009-2014 年任皇家马德里俱乐部体育经理
弗朗西斯科·德·格拉西亚	球探和青训主管	前西班牙皇家马德里俱乐部新生部主管，拥有近四十年球探工作经验，曾为皇马签下西班牙传奇球员劳尔

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从商业模式看，BOY 业务收入主要来自对球员及俱乐部的服务，其中球员服务部分主要为转会与商业活动（广告赞助等），而俱乐部服务主要为球员转会。在欧洲足球市场，经纪服务的提成佣金制度相对规范，一般可获得球员俱乐部年薪的 1%~5%，另外从商业活动中也可获得比例不等的收益；而对俱乐部方面，一般佣金比例在转会费的 10%~20%。

■ 响应“走出去，引进来”战略，A股最优质足球标的诞生

进入 2015 年，中国足球发展步入新的历史阶段，3 月 16 日《足球改革发展总体方案》正式颁布，成为中国足球史上一个里程碑式的事件，足球作为体育产业最核心项目，将在推动 5 万亿产值目标并走向体育强国中发挥关键作用。对于国内足球产业发展，核心在于人才，背后则是政策支持与资本介入。目前，中国足球与欧洲整体水平差距依然显著，因此，坚持“走出去”与“引进来”并举的方针尤为关键，在资本力量“走出去”的同时，未来更多有价值的资源、人才等也将逐步“引进来”，推动国内体育产业与国外差距的缩小。

从资本层面而言，公司此次涉足欧洲足球产业，与万达入股马竞以及收购瑞士盈方的战略思路是一致的，虽然从投资规模上有差异，但两者均是积极响应“走出去，引进来”战略的重要举措：1. 现阶段下，中国足球联赛水平提升需要引进更多优秀的海外球员或教练，BOY 目前是广州富力足球俱乐部主教练孔特拉经纪人，同时 15 年为皇马签下中国市场第一笔赞助合同，凭借自身在欧洲足球的资源及影响力，有望为国内输送更多优秀的足球人才；2. 依托于公司与虎扑在国内的体育布局基础，可以将国外领先的足球商业模式与理念引入国内，并在国内市场落地；3. BOY 也会积极将国内优秀球员输往欧洲主流联赛，为中国足球人才培养做贡献。

在 14 年国际足联取消经纪人条例的背景下，足球经纪人可从球员长期职业生涯中获益，同时可通过资本杠杆直接兼并收购拥有长期合约的其他经纪公司，这对于具备专业能力与资本实力的经纪公司，将迎来重大发展机遇。作为 A 股体育产业龙头，公司此次将足球产业作为首个外延布局领域，显示公司对国家体育产业政策方向的充分把握，通过加码足球产业布局，有望为整合欧洲与国内核心体育资源创造有利基础，未来除经纪业务外，足球赛事、人才、青训体系等都将是重点整合目标。在 A 股市场纯正足球标的较为稀缺的背景下，公司有望成为最优质足球标的。

■ 投资持股比例与业绩绑定，激励作用显著

公司此次投资的 2000 万欧元资金，将按照两期分别支付，其中第一期 1000 万欧元将在协议签署后三个月内到位，第二期 1000 万欧元支付日期则根据 BOY15 财年税前利润水平（以 135 万欧元为分界）。另外，公司 2000 万欧元对应的持股比例也将与业绩高度绑定，公司有望获得 BOY 至少 48.95% 股份，超出比例视 BOY15~16 财年税前利润而定。另外，在 2016~2018 财年合计利润超过 1100 万欧元的情况下，公司将给予现有股东最高可达 5% 的股权激励股份，对于 BOY 现有的经营团队，具有显著激励作用。

■ 风险提示

战略合作进度不及预期；运动用品行业复苏缓慢；渠道扩张不及预期。

■ A 股体育产业龙头，有望乘政策之风展翅高飞，维持买入评级

经过多年渠道与库存调整，公司经营状况已基本触底，主业有一定支撑，同时公司牵手虎扑并成立产业基金，全面切入体育产业，布局将不断完善和丰富。公司此次投资 BOY 迈出体育外延并购坚实一步，同时也将为后续的相关布局提供成功经验与示范，作为 A 股市场纯正的体育标的与优质的足球标的，稀缺性突出，有望乘政策之风展翅高飞。维持公司 15-17 年 EPS 0.58/0.65/0.72 元，维持买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1193	2760	2887	3132
应收款项	1497	1144	1232	1315
存货净额	211	87	89	94
其他流动资产	543	63	67	72
流动资产合计	3444	4053	4276	4614
固定资产	597	594	585	571
无形资产及其他	127	122	117	112
投资性房地产	38	38	38	38
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	4206	4807	5016	5335
短期借款及交易性金融负债	495	1000	900	900
应付款项	602	452	498	526
其他流动负债	53	70	75	79
流动负债合计	1150	1522	1473	1505
长期借款及应付债券	794	794	794	794
其他长期负债	25	25	25	25
长期负债合计	819	819	819	819
负债合计	1970	2342	2292	2325
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2236	2465	2724	3010
负债和股东权益总计	4206	4807	5016	5335

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.51	0.58	0.65	0.72
每股红利	0.53	0.20	0.23	0.25
每股净资产	3.64	4.02	4.44	4.90
ROIC	12%	13%	19%	20%
ROE	14%	14%	15%	15%
毛利率	41%	41%	42%	43%
EBIT Margin	23%	22%	23%	24%
EBITDA Margin	25%	25%	26%	27%
收入增长	-20%	9%	8%	7%
净利润增长率	-26%	13%	13%	11%
资产负债率	47%	49%	46%	44%
息率	1%	0%	0%	1%
P/E	90.1	79.7	70.7	63.9
P/B	12.6	11.4	10.3	9.3
EV/EBITDA	62.4	58.1	52.1	47.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1920	2087	2249	2401
营业成本	1132	1226	1305	1380
营业税金及附加	15	13	13	14
销售费用	193	221	241	257
管理费用	145	168	176	183
财务费用	51	26	26	21
投资收益	1	1	2	2
资产减值及公允价值变动	(12)	(13)	(13)	(14)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	372	422	477	534
营业外净收支	46	49	54	54
利润总额	418	471	531	588
所得税费用	105	118	133	147
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	312	353	398	441

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	312	353	398	441
资产减值准备	(19)	1	0	0
折旧摊销	48	65	70	75
公允价值变动损失	12	13	13	14
财务费用	51	26	26	21
营运资本变动	(633)	825	(46)	(60)
其它	377	(1)	0	0
经营活动现金流	97	1256	436	470
资本开支	(82)	(70)	(70)	(70)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(82)	(70)	(70)	(70)
权益性融资	882	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(325)	(124)	(139)	(154)
其它融资现金流	431	505	(100)	0
融资活动现金流	663	381	(239)	(154)
现金净变动	678	1567	127	245
货币资金的期初余额	515	1193	2760	2887
货币资金的期末余额	1193	2760	2887	3132
企业自由现金流	(342)	1164	340	370
权益自由现金流	89	1650	221	354

相关研究报告:

《贵人鸟-603555-2014 年年报点评: A 股体育产业龙头, 有望乘政策之风而上》 —— 2015-03-31
 《贵人鸟-603555-重大事件快评: 体育产业新龙头诞生》 —— 2015-01-20

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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, 我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。