

体育产业集团化新贵

投资要点:

设立投资公司: 借助专业投资机构的投资经验和能力, 推动公司实现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战略目标。同时以此为基础成立并购基金, 有助于丰富贵人鸟在体育产业并购方面资金来源渠道, 加快外延式发展步伐;

入“虎”添翼: 收购虎扑体育, 公司将借助其庞大的用户群体, 用户数据分析、体育消费趋势、体育热点研究等资源作为流量入口, 推动O2O线上线下整合变现;

投资BOY, 产业布局向足球延伸: 能够把欧洲的经纪模式传输到中国, 给优秀的足球运动员提供专业的经纪服务, 更有效地完善我国职业足球产业的运作机制, 最终提高中国足球竞技水平;

布局校园体育: 公司初步形成以资源、内容、媒体为核心, 以目标人群为重点的体育产业的布局, 通过校园赛事活动以及互联网平台覆盖学生群体, 结合互联网平台以及赛事活动, 通过广告、经纪、体育用品等完成最终变现, 最终构建完整的体育产业链。

盈利预测:

公司通过一系列投资并购, 逐步转型体育产业集团化, 已经从体育产业某环节的单项整合, 提升到体育全产业链生态体系布局的全新格局, 目前成为上市公司中体育产业市值最大的公司, 同时受益政策支持, 随着未来体育产业的爆发增长, 公司有望成为行业龙头。预计公司15-17年EPS分别为0.53元、0.59元、0.65元, 对应71倍、63倍、57倍PE。给予“增持”评级。

风险提示:

后续体育战略布局存有不不确定性; 主营业务销售低于预期。

财务和盈利预测摘要	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	2405.92	1919.65	2006.9	2183	2414
增长率(%)	-15.74%	-20.21%	4.55%	8.78%	10.58%
净利润(百万)	423.49	312.24	322.47	360.3	401.63
增长率(%)	-19.79%	-26.27%	3.28%	11.73%	11.47%
每股收益(EPS/元)	0.81	0.51	0.53	0.59	0.65
市盈率(P/E)	40	64	71	63	57

数据来源: WIND、众成研究

评级: 增持

上次评级: 无

2015年10月28日

收盘价(元) 30.47

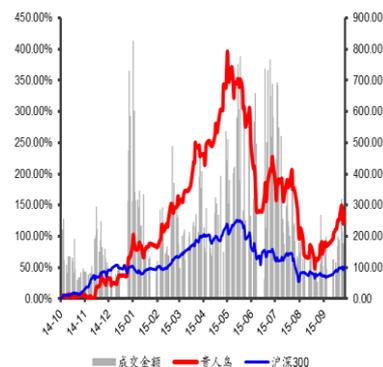
52周内高(元) 69.07

52周内低(元) 12.26

总市值(亿元) 187.09

流通市值(亿元) 33.41

贵人鸟与沪深300的涨幅图



数据来源: WIND、众成研究

相关研究报告: 无

分析师: 杨凡

证书编号: S1320514090001

邮箱: yangfan2@zccq.com

研究助理: 修艺源

证书编号: S1320114110004

邮箱: xiuyiyuan@zccq.com

联系电话: 0531-87037376

正文目录

1. 公司基本情况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司股权结构	4
1.3 公司主营	4
1.4 行业发展情况	5
1.5 公司竞争力分析	5
1.6 财务情况	6
2. 持续推进体育产业战略	7
2.1 政策支持	7
2.2 公司战略发展过程	7
2.3 第一部：设立投资公司	8
2.4 第二部：入“虎”添翼	8
2.4.1 合作方式	8
2.4.2 虎扑体育简介	9
2.4.3 虎扑体育财务情况	9
2.4.4 合作优势	10
2.5 第三部：投资 BOY，产业布局向足球延伸	10
2.5.1 BOY 简介	11
2.5.2 三方合作	11
2.6 第四部：布局校园体育	11
3. 与莱茵体育战略布局对比	12
3.1 “虎扑” VS “万航信息”	12
3.2 莱茵 50 亿发展基金 VS 贵人鸟 20 亿发展基金	14
3.3 余杭 WBC 世界拳王争霸赛 VS 西班牙顶尖足球经纪公司	14
3.4 莱茵女足 VS 贵人鸟校园体育	14
4. 盈利预测	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 运动频率调查	5
图 3: 公司收入、净利润及其增速	6
图 4: 公司体育产业发展四部曲	8
图 5: 本次交易结构	9
图 6: 虎扑体育业务版图	9
图 7: 虎扑体育与运动世界页面对比	13
表 1: 主要竞争对手	6
表 2: 体育方面相关政策	7
表 3: 虎扑体育主要财务数据	10
表 4: 体育类移动 APP 排名	10
表 5: 各公司合作模式	11

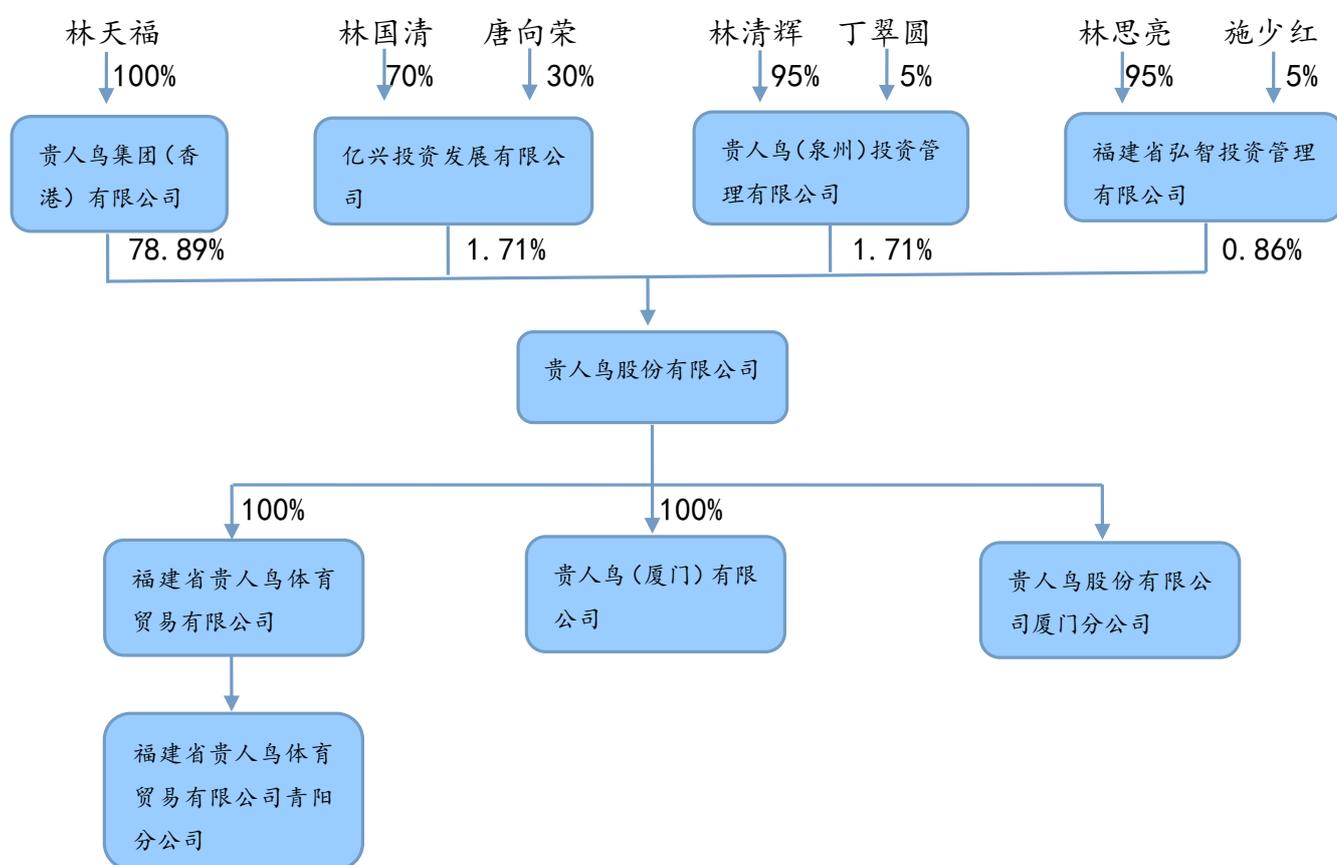
1. 公司基本情况

1.1 公司简介

公司始创于1987年，是一家集运动鞋、服及配套产品研发、生产、营销于一体的综合性企业，重点布局二、三、四线市场，是近年成长最为迅速的中国民族运动品牌。公司于2014年1月24日在A股上市。公司现拥有现代化的标准工业厂房15万平方米，员工5000余名，全国27个省市的区域销售公司。近5000家品牌专卖店，构建了一个遍及全国、庞大网络的终端专卖体系，让快乐运动的精神无处不在。

1.2 公司的股权结构

图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书，众成研究

公司实际控制人为林天福，属于家族企业，股权结构相对集中。

1.3 公司主营

公司主营业务是各式运动鞋和运动服的设计、生产和销售。公司产品侧重与运动休闲，拥有相对独立、完整的产品研发设计、原材料采购、生产和销售体系，根据生产情况和市场销售状况，及时调整生产经营策略，独立安排生产经营活动。营销网络主要集中于三四线市场。公司采用一体化运营模式，鞋类产品近90%为自产，服装及配饰则完全依靠外协生产，公司将重点放在设计研发、质量控制、品牌运营和销售渠道管控等环节。

公司努力朝着更高的目标迈进，为热爱生活，追求自我和自由的消费者提供更舒适、更专业的产

品，倡导“适度、轻松、健康”的运动方式，诠释“运动快乐”的运动主张。并以快乐运动的主张，让体育精神渗透入每一个中国人的生活中，从而助力中国体育强国梦的实现，继续推动中国体育事业的健康发展。

1.4 行业发展情况

我国运动鞋服行业集中度高，但同质化程度严重，行业增速平稳。且国际品牌占据高端市场，国内品牌中低端市场竞争激烈。在二、三、四线城市市场，由于其定价比较合理，消费者对价格敏感度较高，国内品牌优势明显。但随着人们收入水平的提高、消费理念的转变及国际运动鞋服品牌渠道逐渐下沉，这一竞争优势也将慢慢减弱。国内运动鞋服生产企业从打价格战到拼品牌效应是必然的发展趋势，树立品牌效应会给企业带来更多的溢价空间。

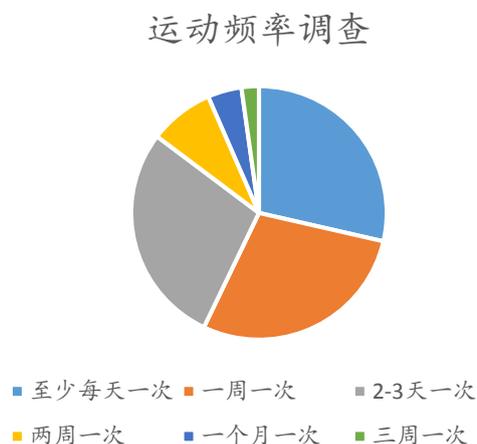
带动行业发展的有利因素有：

1) 城镇化进程带动消费增长，我国城镇人口不断增长和人均可支配收入的提高将进一步拉动运动鞋服产品的需求。国家“十二五”规划中明确提出“积极稳妥推进城镇化、实施就业优先战略、深化收入分配制度改革、健全社会保障体系和营造良好的消费环境”，将进一步释放城乡居民消费潜力，促进消费结构升级，并为运动鞋服产品消费的增长创造有利条件。

2) 体育强国战略促进行业发展，体育强国战略的贯彻实施，将进一步提高我国社会大众参与体育运动的积极性，进而拉动体育运动相关产品的消费，为运动鞋服行业的持续稳定发展创造良好的政策环境。

3) 体育活动参与度逐渐提高，近年来，体育运动越来越往生活化、休闲化、时尚化趋势发展，市场细分为“专业运动”与“运动休闲”两大领域。已成为城镇居民生活的重要组成部分，而由此产生的广泛消费需求带动了相关运动鞋服产业的发展。根据调查 28.6%的消费者保持至少每天一次的运动频率，28.2%保持 2-3 天一次、28.5%保持一周一次。

图 2：运动频率调查



资料来源：招股说明书，众成研究

4) 第三方物流发展迅速，目前我国拥有大量的优秀第三方物流企业，可以满足运动鞋服企业在采购、仓储、销售各环节上的物流需求。随着物联网技术、智能化技术在物流行业的深入应用，第三方物流企业将为运动鞋服行业带来更高效的供应链管理体验和更低的物流及运营成本。

1.5 公司竞争力分析

公司自 2002 年被创立，至今已有 12 年，在二、三、四线城市形成了较高的品牌知名度。

公司主要竞争对手为李宁、安踏、特步、361 度和匹克等晋江系品牌，公司行业内排名 5-10 位。

表 1：主要竞争对手

项目	安踏	匹克	361 度	特步
上市情况	2007 年在香港联交所主板上市	2008 年在香港联交所主板上市	2009 年在香港联交所主板上市	2009 年在香港联交所主板上市
2014 年净利润	17 亿元	3.21 亿元	3.98 亿	4.78 亿元
净利润同比	29.3%	31.26%	88.2%	-21.12%

数据来源：各公司年报，众成研究

从定价上看，公司鞋类产品的平均销售价格为 88.6 元，在行业中处于中低水平，相较于安踏、特步等其他品牌性价比更高。

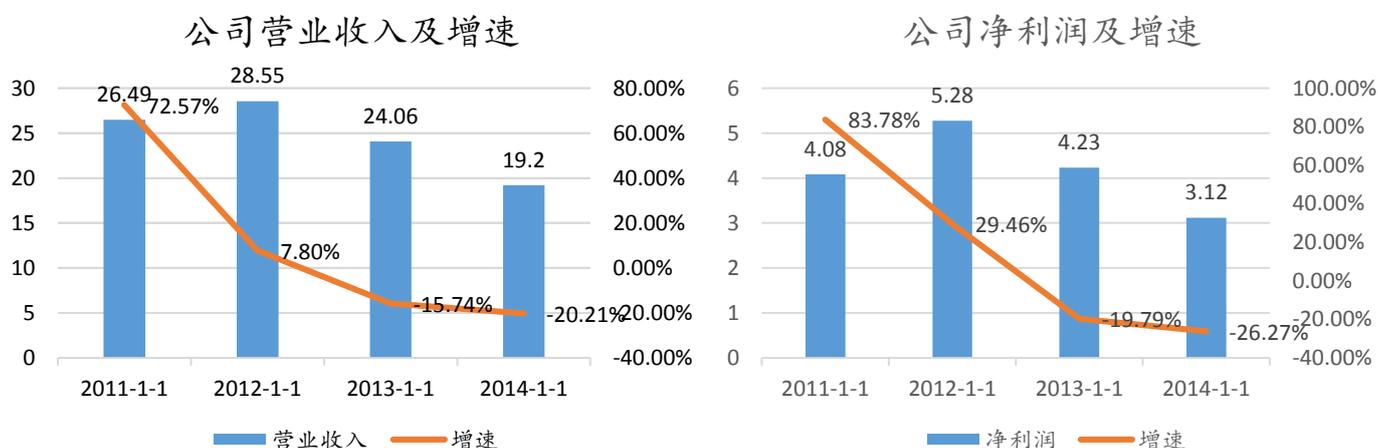
公司营销能力出众，02 年邀请天王巨星刘德华、天后张柏芝担任品牌形象代言人，迅速在品牌云集的体育用品市场一炮而红。06 年与中国国家体育总局小球运动管理中心结为战略合作伙伴，成为中国国家高尔夫球队、中国国家台球队、中国国家保龄球队等 8 支球队的惟一运动装备赞助商，公司也当之无愧地成为同行业中赞助国家运动队数量最多的体育用品品牌。近年来加大精确营销力度，与拥有最广泛大众客群的腾讯结成战略合作，并签约了在三四线城市具备较强号召力的“快乐家族”，2013 年公司成为“中国好声音”赞助商中唯一的运动品牌。

1.6 财务情况

公司 2014 年实现营收 19.20 亿元，同比下滑 20.2%，净利润 3.12 亿元，同比下滑 26.3%。2014 年公司运动鞋服业务终端销售和同店增速均小幅增长，公司开始从批发管理模式向零售导向模式转型升级，逐渐实现管理端服务前移。加快终端渠道调整及去库存力度，14 年净关店 534 家，零售终端规模收缩至 5026 家，其中三四线渠道占比 76%，经销商库存逐步向合理水平回归，同时单店销售实现小幅度增长。

图 3：公司收入、净利润及其增速

单位：亿元



数据来源：WIND、众成研究

2015 年上半年实现营业收入 10.17 亿元，同比增长 2.19%，实现两年以来首度正增长；扣非净利润 1.59 亿元，同比增长 10.87%。公司产品结构调整导致毛利率增长 5.6%至 46.1%。

运动鞋服行业具有明显的季节性特点，通常下半年销售额高于上半年，一方面是因为下半年多为秋冬季用品，产品售价较高，另一方面是因为下半年节假日较多，市场需求较大。加之秋冬订货会个数增长，15 年下半年公司业绩将出现 10%+增长。

面对公司主业收入的下滑，公司开始尝试新的探索，逐步转型体育产业化集团。

2. 持续推进体育产业战略

2.1 政策支持

从09年以来，体育产业就得到了相关政策的支持，不管是地方还是国家都提出了相应政策。

表 2：体育方面相关政策

主要政策	制定方	时间	主要内容
《全民健身条例》	国务院	09年10月1日	*坚持政府统一领导、部门各负其责、社会共同支持、全民积极参与，组织公众从日常工作中抽出部分时间投身全民健身运动； *要求政府加大对农村地区和城市社区等基层公共体育设施建设的投入等。
《关于加快发展体育产业的指导意见》	国务院	10年3月24日	*对于体育产业体系构建要求逐步纳入各级政府本地发展规划，要求各种经济成分共同参与，鼓励支持群众性体育组织发展； *从国情和项目特点出发，借鉴国际经验，完善职业体育的管理等。
《国民经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要》	第十一届全国人民代表大会第四次会议通过	11年3月5日	*大力发展公共体育事业，加强公共体育设施建设，广泛开展全民健身运动，提升广大群众特别是青少年的体育健身意识和健康水平 继续实施农民体育健身工程； *发展健身休闲体育，开发体育竞赛和表演市场，发展体育用品、体育中介和场馆运营等服务，促进体育事业和体育产业协调发展等。
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国务院	14年10月21日	*到2025年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。

资料来源：众成研究

自去年10月，国务院提出《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》以来，目前已有北京、上海、山东、山西、河南和湖北等11个省市出台地方体育发展政策，累计体育产业规模约2.7亿元。上海市政府提出，到2025年，体育产业总规模将超过3000亿元，体育服务业增加值占体育产业增加值的比重超过60%；北京市政府提出，到2025年，体育产业总规模将超过3000亿元，体育服务业增加值比重占体育产业增加值的70%以上；湖北省则提出，到2025年，体育产业总规模将超过2600亿元，体育服务业占比超过50%。包括国家主席习近平，以及总理李克强等国家领导在会议上也不止一次的提到发展体育产业。

政策助推体育产业发展也将使优质资源个股迎来价值的重估。

2.2 公司战略发展过程

公司从2005年开始向专业体育运动领域进军，正式签约成为国际田径联合会东亚地区战略合作伙伴和唯一指定运动装备生产商及赞助商，进一步充实品牌价值。

2014年12月，与中欧盛世资产管理(上海)有限公司共同投资成立上海贵欧投资有限公司，以丰富公司在体育产业并购方面资金来源渠道，加快外延式发展步伐。

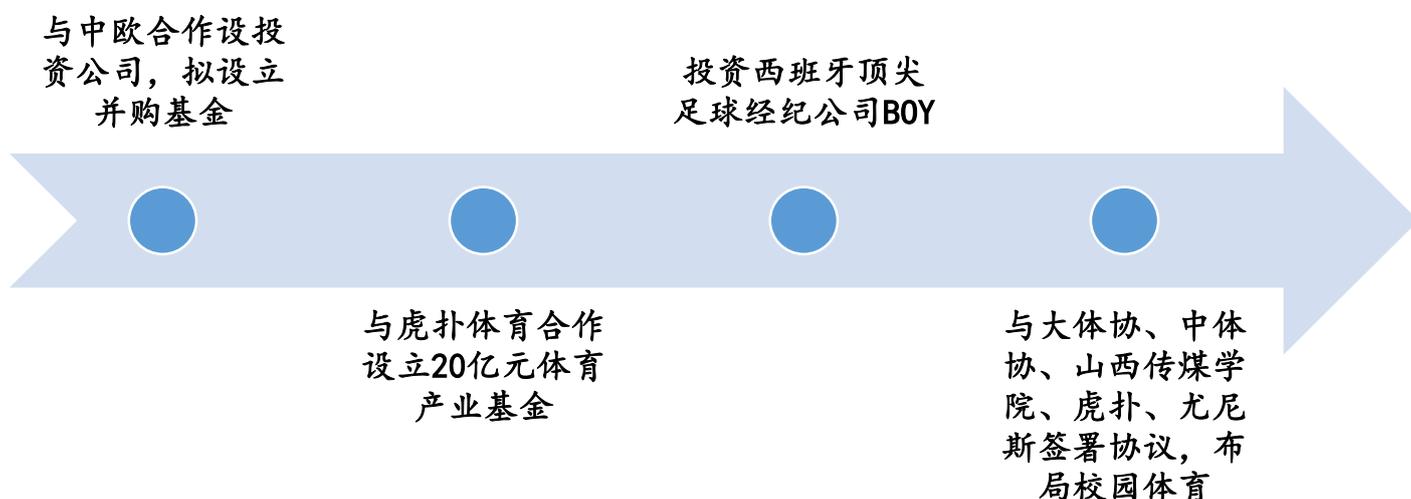
2015年2月，公司拟与虎扑体育合作发起募集成立体育产业基金，基金规模20亿元，分两期设

立。双方开展线上线下合作，形成公司线下体育产业资源和虎扑体育线上流量资源有效商业化的双赢局面。这是公司布局体育产业的实质开始。

2015年4月，公司全资子公司贵人鸟香港对西班牙足球经纪公司BOY投资不超过2000万欧元。BOY为一家依据西班牙法律成立的公司，主要从事足球经纪业务，2014年实现利润98.46万欧元。

2015年5月，公司与大体协、中体协、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯签署了《合作框架协议书》，拟合资设立三家公司。公司通过此次投资，将获得校园赛事体育资源，初步形成以资源、内容、媒体为核心，以目标人群为重点的体育产业的布局，通过校园赛事活动以及互联网平台覆盖学生群体，结合互联网平台以及赛事活动，通过广告、经纪、体育用品等完成最终变现，最终构建完整的体育产业生态链。公司以四部曲的形式逐步完善在体育产业链中的布局，可以说2015年是公司的发展元年。

图4：公司体育产业发展四部曲



资料来源：公司公告，众成研究

2.3 第一部：设立投资公司

2014年12月17日晚间，公司公告拟与中欧盛世资产管理（上海）有限公司共同投资成立上海贵欧投资有限公司。拟设立的贵欧投资注册资本1000万元，其中贵人鸟拟出资490万元，占注册资本的49%，中欧盛世拟出资510万元，占注册资本的51%。主要经营投资咨询、实业投资、投资管理、企业管理、资产管理等。

公司在公告中明确表示，这次对外投资是为借助专业投资机构的投资经验和能力，推动公司实现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战略目标。未来，贵欧投资将作为贵人鸟推动体育产业整合的运营管理平台，将以此为基础成立并购基金，有助于丰富贵人鸟在体育产业并购方面资金来源渠道，加快外延式发展步伐。

此次投资，是公司转型体育产业集团化迈出的第一步。

2.4 第二部：入“虎”添翼

2.4.1 合作方式

2015年1月20日公司公告，拟与“晟翼投资”共同设立“盛翔投资”（有限合伙），其中公司

作为有限合伙人（LP）出资 23916 万元，晟翼投资作为普通合伙人（GP）出资 0 万元。同时，盛翔投资拟向“泉晟投资”提供 23916 万元借款，期限十年（可延长）。“泉晟投资”将接收借款用于受让“虎扑体育”部分股权并对“虎扑体育”增资，持有“虎扑体育”股权比例不低于 15%，成为其第二大股东。

同时，贵人鸟拟与虎扑体育合作发起募集成立体育产业基金，基金规模 20 亿元，分两期设立，其中第一期基金规模 10 亿元，同时公司未来三年分两期向产业基金投入 10 亿元，其中第一年第一期投入人民币 5 亿元。

图 5：本次交易结构



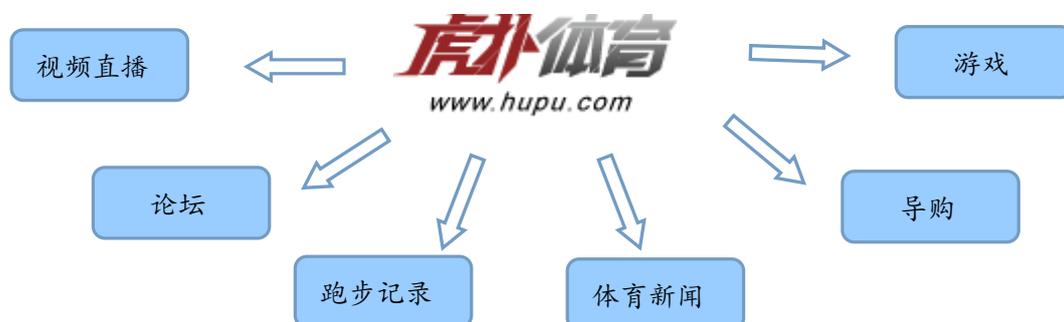
资料来源：公司公告，众成研究

2.4.2 虎扑体育简介

此次与虎扑体育深度合作是公司欲借助体育产业发展的大趋势展开全面战略升级的信号。虎扑体育对于一些球迷朋友来说并不陌生，虎扑体育成立于 2004 年，是中国资源优势及营销实力的专业体育营销公司。旗下拥有中国最大的体育垂直类网站“虎扑体育网（hupu.com）”、多个移动端领先的体育应用（虎扑体育、虎扑看球、虎扑跑步、虎扑识货等）以及覆盖广泛的第三方社交平台。第三方平台覆盖新浪微博、微信、腾讯微博、QQ 空间、人人公共主页等主流社交化平台。

经过十年的发展与积累，虎扑已成为集体育营销策划、赛事营销与管理、活动管理、公关传播、体育市场调研、新媒体运营、体育公益为一体的体育整合营销机构，为各大企业、品牌与机构提供全方位体育营销服务。

图 6：虎扑体育业务版图



资料来源：虎扑网站，众成研究

2.4.3 虎扑体育财务情况

截至 2014 年 11 月 30 日，虎扑体育总资产 17865 万元，净资产 14868 万元，2014 年 1-11 月，

虎扑体育实现营业收入 12038 万元，净利润 35 万元。

表 3：虎扑体育主要财务数据

单位：万元

	2013 年	2014 年 1-11 月
营业收入	9838	12038
净利润	1512	35
总资产	11280	17865
净资产	8846	14868

数据来源：公司公告，众成研究

目前虎扑体育线上广告收入是主要收入来源，占比超过一半，近年来呈下降趋势。彩票和线下赛事运营业务收入占比近年来稳步提升。

2.4.4 合作优势

虎扑体育与公司合作的几大原因：

一、庞大用户群。虎扑体育旗下拥有体育网站-虎扑体育网和“虎扑看球”APP 等体育手机应用，14 年前十一个月净利润率虽然只有 0.29%，但虎扑体育是互联网上垂直类体育网站第一名，拥有庞大的用户群体，目前拥有月均 3500 万活跃用户，未来预计达到不低于 1 亿的活跃用户群体，日均浏览量超过 1 亿。移动端，“虎扑看球”拥有 800 万装机、200 万以上日活用户，“虎扑体育”和“虎扑识货”拥有超过 500 万装机、100 万日活用户。公司将借助其庞大的用户群体作为流量入口，推动 O2O 线上线下整合变现；

二、同时拥有庞大的用户数据分析、体育消费趋势、体育热点研究等资源；

三、线下资源。虎扑体育在线下运营的各类型赛事、体育活动超过 10 万场，拥有覆盖 400 多个城市的线下球迷团体，在 2014 年成为参与运营大型商业赛事场次最多的国内企业之一，将为公司提供更多的线下资源；

四、优势互补。虎扑体育的用户群体集中在一、二线和东部经济发达的城市和区域，而公司一直以来生根在三、四线市场，双方合作可以形成消费群体互补。在体育品牌运作方面的经验和对互联网企业的深刻理解使双方也达成了高度共识。虎扑体育目前正在计划上市。

表 4：体育类移动 APP 排名

体育应用排名	移动端	下载数量	每日活跃用户占装机量比例
1	虎扑体育	241 万	30%
2	直播吧	614 万	15%
3	新浪体育	320 万	20%

数据来源：APPstore，众成研究

根据公司规划：未来几年虎扑将提升活跃用户规模至 1 亿人。将逐步与新浪体育、腾讯体育等平台靠拢。

公司另公告与虎扑达成成立产业基金和线上线下合作两项合作协议。基金成立后预计很快将会有项目获得落实，项目孵化之后，可以有针对性地注入公司或者虎扑，效果也将值得期待。公司与虎扑的合作为公司体育产业的布局提供了资源的支撑以及方向的指导，是公司推进体育集团化发展的重大一步。

2.5 第三部：投资 BOY，产业布局向足球延伸

2015 年 4 月 21 日，与西班牙公司“Piramagen”及“11MAC11”（标的公司现有股东）签署《合作意向书》，拟投资 2 千万欧元入股“The Best of You Sports”（简称 BOY）公司，资金将分两期（各 1 千万欧元）投入。

BOY 2015/2016/2017+2018 年税前利润预测分别为 150/300/800 万欧元；增资前，11MAC11 持有

BOY 33.33%的股份，Piramagen 持有 66.67%的股份，在公司对 BOY 增资后，如果 BOY 2015 年税前盈利不低于 135 万欧元，公司通过第一期投资将持有其 30.77%股权；如果 BOY 2016 年税前利润不低于 270 万欧元，各方持股比例为 Piramagen 37.3666%、11MAC11 18.6833%、公司通过第二期投资将持有其 18.18%股权，公司两期投资之后合计持股比例接近 49%；如果 BOY 盈利不达标，公司持股比例可上调。

2.5.1 BOY 简介

BOY 成立于 2010 年，从 12 年开始开始经纪业务。主要在西班牙从事足球经纪业务，服务内容以及收入来源主要包含对球员服务和对俱乐部服务两部分。股东 Piramagen 与 11MAC11 的实际控制人分别为佩德罗·格拉内罗、奥斯卡·里沃特。其中，佩德罗是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，曾在西班牙中国上海领事馆投资处工作，拥有深厚的中国背景，而奥斯卡则是“前皇家马德里俱乐部传媒总监和一线队新闻官”。此外，BOY 还曾服务过皇马首席门将伊克尔·卡西利亚斯——有皇马背景。BOY 股东有皇马背景，背靠西甲市场，与欧洲其他俱乐部也关系深厚，具备丰富的相关产业资源。从球员数量和身价来看，BOY 目前处于西班牙 500 余家经纪公司中最顶尖水平。

BOY 的盈利方式有三个，一是从球员工资中购买肖像权部分（15%）的抽成。该部分回报在与球员签订经纪合同时就已基本确定，比较稳定。二是借助公司所提供的资本杠杆，有望收购其它一些经纪公司。三是部分球员未来转会的收益及与球员所签订的商业合作的收益。

2.5.2 三方合作

公司未来将利用资本平台及互联网平台——虎扑，与 BOY 共同整合欧洲足球产业资源，形成虎扑与 BOY 的资源对接。BOY 可为虎扑提供资源，促进合作。同时 BOY 可借助虎扑的大数据资源促进 BOY 的经纪业务，发掘更多的商业价值。同时将欧洲优秀的足球人才、顶尖的赛事资源、先进的管理经验和青训体系引入国内。

从今年开始，国际足联废除了持续十四年的牌照制度，在废除牌照制度之前，在国内只有 20 多个持有牌照的经纪人。在中国的整个足球行业中，一直缺少专业的经纪团队，此次投资 BOY，能够把欧洲的经纪模式传输到中国，给优秀的足球运动员提供专业的经纪服务，才能更有效地完善我国职业足球产业的运作机制，最终提高中国足球竞技水平。

2.6 第四部：布局校园体育

2015 年 5 月 21 日，公司拟投入近 2.09 亿布局校园体育赛事资源，与中国大学生体育协会（大体协）、中国中学生体育协会（中体协）、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯体育文化传播签署《合作框架协议》，成立三家公司，布局校园体育。

公司与大体协、中体协、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯拟合资成立一家公司，以校园体育内容专业视频制作、赛事互联网视频业务为基础核心，依托现有的中国校园体育内容资源，结合包括 NCAA 等中美、中英合作授权内容在内的国际资源，将其打造为校园体育互联网平台；与大体协、中体协、虎扑、尤尼斯拟合资成立一家公司，专业从事赛事运营业务，通过大体协以及中体协组织举办校园体育赛事，推动中国校园体育的发展；与大体协、中体协、虎扑、尤尼斯拟合资成立一家公司，专业从事体育经纪业务，为学生运动人才和教练员、裁判员服务。

表 5：各公司合作模式

合作方	出资（万元）			权益比例			义务
	互联网视频公司	经纪公司	赛事公司	互联网视频公司	经纪公司	赛事公司	
大体协、	150	37	185	30%	37%	37%	提供赛事资源；提供

中体协							运动员、教练员等的相关数据统计
贵人鸟	6525	811	13522	30%	37%	37%	拟设公司的资金支持
山西影视	100			20%			负责赛事视频内容的制作
虎扑	2175	122	2193	10%	6%	6%	互联网网站的相关技术支持
尤尼斯	50	20	100	10%	20%	20%	拟设公司的运作和管理
合计	9000	990	16000	100%	100%	100%	

资料来源：公司公告，众成研究

作为隶属国家教育的体育协会组织，大体协与中体协拥有国内项目最丰富、覆盖面最广的校园赛事资源，包括中国大学生足球联赛(CUFL)、中国大学生篮球联赛(CUBA)、中国大学生排球联赛等精品校园赛事，以及大学生单项体育赛事80多项、中学生单项赛事40多项等。山西传媒学院也拥有丰富的赛事制做转播经验。通过本次投资，公司介入上述资源，包括赛事运营、商业开发、媒体转播、运动员/教练员注册、技术统计系统、以及相应体育经纪业务。

本次投资公司能够获得大体协、中体协主办的各项体育赛事的商业推广权、赛事转播权、广告开发权等知识产权；主办各类赛事的节目制作权、互联网信息传播权、网络版权、利用自有/管理的网站进行网站广告推广的权利；以及有权使用大体协、中体协主办的各项体育赛事的运动员、教练员注册系统、技术统计系统等信息数据库，并有权利用相关数据发掘目标运动员、教练员进行体育经纪业务。

最主要的还是获得了校园赛事的体育资源。同时赛事运营、营销是虎扑最具竞争力的业务，与虎扑强强联手，有效的保障了运营能力。公司初步形成以资源、内容、媒体为核心，以目标人群为重点的体育产业的布局，通过校园赛事活动以及互联网平台覆盖学生群体，结合互联网平台以及赛事活动，通过广告、经纪、体育用品等完成最终变现，最终构建完整的体育产业生态链。

3. 与莱茵体育战略布局对比

莱茵体育也是今年A股中体育行业中冉冉升起的一颗新星，公司逐渐剥离原有房地产业务，通过设立民营体育交易中心、收购万航信息股权、收购亚洲职业篮球公司、与中国体育报业总社合作、与黄龙体育公司合作等，其体育平台生态圈也逐步完善。在战略布局上与贵人鸟有相似之处，我们在此对两家上市公司进行一下对比。

3.1 “虎扑” VS “万航信息”

莱茵体育全资子公司横琴莱茵达投资基金管理有限公司拟发起珠海致胜股权投资基金，由该基金募集6500万元人民币并依法对万航信息进行增资，获得万航信息35%股权。万航信息主要从事体育产业资源与移动互联网行业的整合、开发，通过其已搭建的体育互联网商务平台——“运动世界”布局全国市场。目前“运动世界”的核心团队由业内知名企业家，国家级运动员，专业的互联网运营团队组成，整个项目开发团队与市场团队超过60人。“运动世界”项目已开展运营，目前线下场馆已签约近200家，另有300余家场馆正在紧密的沟通与签订中。

图 7: 虎扑体育与运动世界页面对比

运动世界



虎扑体育



资料来源: 运动世界网页, 虎扑体育网

运动世界网页版是 14 年 11 月份上线, APP 于 12 月上线, 而虎扑体育于 07 年就创建足球、F1、网球和 C2C 频道, 12 年 Android、iPhone 手机客户端正式上线, 包括从网页内容上可以看出, 运动世界包含的内容还比较简单, 远不如虎扑体育的内容丰富。运动世界主打在线场馆预订和运动社交两大模块, 后续将开设健身招聘、运动医学等栏目; 虎扑体育已成为集体育营销策划、赛事营销与管理、活动管理、公关传播、体育市场调研、新媒体运营、体育公益为一体的体育整合营销机构。同时虎扑具备大型赛事的运维和营销能力。

此轮, 虎扑体育胜。

3.2 莱茵 50 亿发展基金 VS 贵人鸟 20 亿发展基金

莱茵体育拟与浙江黄龙体育发展有限公司、建银国际财富管理（天津）有限公司发起设立总规模 50 亿元的浙江省体育产业基金，是与政府独资体育企业、专业投资机构合作设立基金管理公司并运营体育产业基金，在合作方上，有政府背景，并有专业投资机构，比贵人鸟略胜一筹。当然，在数额上也显示此轮莱茵体育胜。

3.3 余杭 WBC 世界拳王争霸赛 VS 西班牙顶尖足球经纪公司

莱茵体育与杭州市余杭区体育局签署协议，双方共同主办 9 月 11 日在杭州余杭举办的 2015 中国·余杭 WBC 世界拳王争霸赛，在本次合作中莱茵获得赛事总冠名招商、商务开发、赛事运营等权利。合作赛事落地彰显公司国际化战略。WBC 是四大组织中加盟国家级职业拳击机构，拥有加盟职业经纪人最多，被认为职业冠军最具有权威的机构。同时为后续莱茵继续在拳击领域的开拓打开了巨大的空间。

贵人鸟投资西班牙顶尖足球经纪公司 BOY，切入足球领域的同时，能够获得拥有皇马北京，背靠西甲的更为广阔的产业资源。与欧洲形成紧密联系。也是公司国际化的重要一环。

此轮打平。

3.4 莱茵女足 VS 贵人鸟校园体育

莱茵体育创办“浙江杭州莱茵达国际足球学校”，体系化培养助力中国足球梦，双方将在女足项目普及、足球学校建设运营、青少年足球运动员培养、职业训练、竞赛、市场开发推广、赛事引进、科研医疗等方面展开全方位合作。公司将独资成立新公司浙江莱茵达足球俱乐部有限公司，原公司为浙江杭州女子足球俱乐部有限公司。浙江杭州女子足球俱乐部是浙江省唯一一家职业女足俱乐部。采取“政府主导、企业赞助、市场运作、省队市办”的模式组建。球队以“浙江杭州女子足球队”为名代表浙江省参加每年的全国女足锦标赛、足协杯赛、联赛和四年一届的全国运动会等，代表杭州市参加四年一届的全国城市运动会。同时，杭体集团保障市级财政每年 600 万元，省级财政每全运会周期（四年）备战经费 920 万元，莱茵体育保证新公司每年以现金方式投入经费不少于 850 万元，并与杭体集团资金同步到位，即莱茵体育在第一期合作期内用于女足俱乐部运营和发展的经费不低于 2125 万元。

贵人鸟与大体协、中体协、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯合资设立三家公司布局校园体育。

从资金上看，莱茵体育获得外部赞助资金较多，而贵人鸟是公司本身作为资金的支持。但从资源上来看，大体协、中体协作为辐射全国的大学生、中学生体育协会，赛事资源要比仅限于杭州女足赛事资源要范围广，公司还收购了西班牙公司 BOY，其皇马背景业为公司提供了更多的产业资源。从未来空间看，莱茵体育专注于足球一项，国家对于足球的支持力度也较大，国家主席习近平也表示在未来 5 年，中国将建成 2 万所足球特色学校。而校园体育同样拥有者广阔空间，体育要从娃娃抓起，不管是女足还是其他，都有着同样的性质。

所以，本轮打平。

综上所述，两公司在三轮对比中基本打平。要想更清晰的对比公司的优劣，主要是看带给公司的利润情况，因为两公司均是刚开始布局体育产业，还未有利润体现。所以，我们将耐心等待，体育产业爆发的那一天。

4. 盈利预测

公司是二三四线城市运动休闲鞋服的龙头企业，15 年上半年公司产品结构调整导致毛利率增长 5.6%至 46.1%。加之秋冬订货会的个位数增长，预计公司 15 年业绩将有 10%以上的增长。公司通过一系列投资并购，逐步转型体育产业集团化，已经从体育产业某环节的单项整合，提升到体育全产业链

生态体系布局的全新格局，目前成为上市公司中体育产业市值最大的公司，同时受益政策支持，随着未来体育产业的爆发增长，公司有望成为行业龙头。预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.53 元、0.59 元、0.65 元，对应 71 倍、63 倍、57 倍 PE。给予“增持”评级。

5. 风险提示

后续体育战略布局存有不不确定性；主营业务销售低于预期。

财务预测表

单位：百万元

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1919.65	2006.94	2183.14	2414.01	货币资金	1134.39	1990.60	908.34	2248.86
减：营业成本	1132.16	1183.64	1287.56	1423.72	应收和预付款项	1611.69	338.34	1782.89	562.66
营业税金及附加	15.21	15.90	17.30	19.12	存货	210.94	48.61	233.73	78.46
营业费用	193.31	202.10	219.84	243.09	其他流动资产	427.16	427.16	427.16	427.16
管理费用	144.99	151.58	164.89	182.33	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	51.18	23.76	13.15	10.24	固定资产和在建工程	596.99	521.97	446.96	371.95
资产减值损失	11.67	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	127.11	112.78	98.46	84.14
营业利润	371.65	429.96	480.40	535.50	其他非流动资产	23.89	23.89	23.89	23.89
加：其他非经营损益	45.99	0.00	0.00	0.00	资产总计	4132.16	3463.35	3921.44	3797.12
利润总额	417.64	429.96	480.40	535.50	短期借款	495.40	0.00	0.00	0.00
减：所得税	105.40	107.49	120.10	133.88	应付和预收款项	606.56	337.81	689.35	446.29
净利润	312.24	322.47	360.30	401.63	负债合计	1896.44	1132.29	1483.83	1240.77
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	614.00	614.00	614.00	614.00
归属母公司股东净利润	312.24	322.47	360.30	401.63	资本公积	838.74	838.74	838.74	838.74
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	留存收益	782.99	878.33	984.86	1103.61
经营性现金净流量	101.24	1602.49	-815.33	1633.63	归属母公司股东权益	2235.72	2331.07	2437.60	2556.35
投资性现金净流量	-961.64	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1064.51	-746.28	-266.92	-293.12	股东权益合计	2235.72	2331.07	2437.60	2556.35
现金流量净额	204.12	856.21	-1082.25	1340.51	负债和股东权益合计	4132.16	3463.35	3921.44	3797.12
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBIT	464.57	453.72	493.55	545.74					
EBITDA	512.86	543.05	582.89	635.08					
NOPLAT	312.95	340.29	370.16	409.31					
EPS (元)	0.51	0.53	0.59	0.65					
PE (倍)	73	71	63	57					
PB (倍)	10	10	9	9					

数据来源：WIND、众成研究

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6-12 个月内个股和行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

个股评级

买入：相对强于基准指数收益率 15%以上

增持：相对强于基准指数收益率 5%~15%

中性：相对于基准指数收益率在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于基准指数收益率在-5%以下

行业评级

看好：明显强于基准指数

中性：与基准指数基本持平

看淡：明显弱于基准指数

免责声明

本报告由众成证券有限责任公司（以下简称“本公司”）制作及发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用；若征得本公司同意进行引用、刊发或转载，需注明出处为“众成证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。