

贵人鸟 (603555)

体育产业战略布局,争做业内的唯一与第一
投资评级: 增持 (维持)

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1,920	2,014	2,187	2,413
同比 (%)	-20.2%	4.9%	8.6%	10.4%
净利润 (百万元)	312	350	402	441
同比 (%)	-26.3%	12.0%	14.9%	9.9%
毛利率 (%)	40.2%	40.0%	39.6%	39.5%
ROE (%)	14.0%	14.1%	14.6%	14.4%
每股收益 (元)	0.51	0.57	0.65	0.72
P/E	68.41	61.10	53.19	48.41
P/B	9.55	8.60	7.76	6.99

2015 年 11 月 6 日

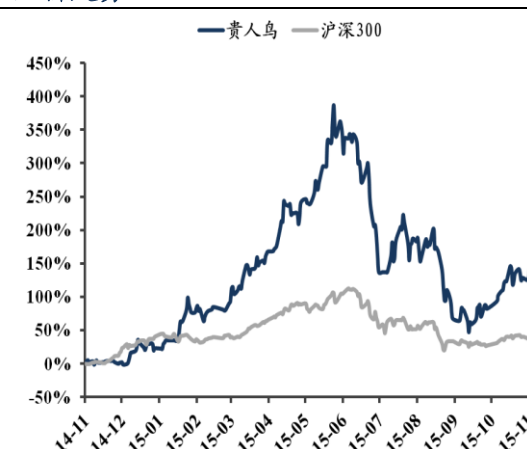
分析师 庄沁

S0600515010001

0512- 62938317

zhuangq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	34.79
一年最低价/最高价	16.51/69.37
市净率	9.47
流通 A 股市值 (百万元)	3962.06

基础数据

每股净资产 (元)	3.67
资本负债率 (%)	26.67
总股本 (百万股)	614.00
流通 A 股 (百万股)	113.89

相关研究

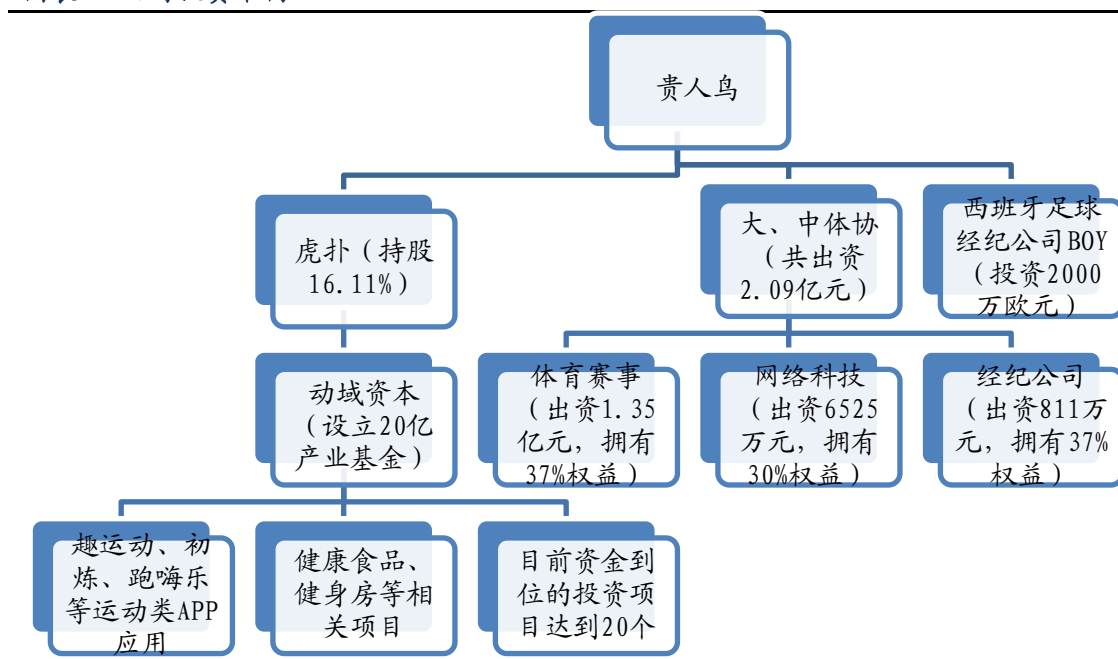
1. 贵人鸟 (603555) 战略发布会纪要
2015 年 7 月 6 日
2. 贵人鸟事件点评 2015 年 1 月 22 日

- **全面布局体育产业。**公司以“全面满足每一个人的运动需求”为发展目标,重点布局参与人数巨大、消费潜力巨大、发展空间巨大的运动项目,以人为核心,激发人的运动需求,迎合人的运动爱好,促进人的运动消费升级,通过“体育产业+产品”的模式实现投资收益和持续经营。
- **参股国内体育互联网第一平台虎扑。**公司参股虎扑获得 16.11% 股权,成为虎扑第二大股东。虎扑体育旗下拥有中国第一的体育网站-虎扑体育网 (HUPU.com) 和“虎扑看球”、“虎扑跑步”、“虎扑识货”APP 等体育手机应用,目前全平台活跃用户数超过 5000 万,在 PC 和移动互联网平台的体育垂直领域均占据龙头地位。另外,公司与虎扑共同成立的产业基金动域资本,总规模 20 亿元,是目前国内体育产业基金中项目最多、覆盖最广的,涵盖了智能硬件、体育 O2O、在线增值服务、健康食品等多个领域,目前资金到位的项目约 20 个。
- **与全国性校园赛事唯一主办方大、中体协开展战略合作。**公司出资 2.09 亿元与大、中体协、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯合资成立三家公司,分别从事校园体育内容专业视频制作、赛事互联网视频业务;赛事运营业务以及体育经纪业务。前两者已经落地,经纪公司还在筹建期。由于大、中体协的特殊身份,在全国性赛事方面处于垄断地位,公司与其达成战略合作关系,掌握校园师生资源,有效推动公司全面布局体育产业。
- **投资 2000 万欧元入股西班牙足球经纪公司,切入足球市场。**公司希望与 BOY 共同整合欧洲的足球产业资源,并共同开发中国足球市场,探索新的商业模式,最终达到带动足球产业消费,提升我国足球竞技水平的目标。
- **盈利预测。**公司切入体育产业属于战略布局,目前能产生的直接收益较少,但公司的战略思维走在行业前列,并且拥有虎扑与大、中体协这两个第一与唯一,长期看好公司发展。我们预计公司 15-17 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.65 元和 0.72 元,对应 PE 分别为 61.10 倍、53.19 倍和 48.41 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示。**鞋服行业终端销售低迷、体育产业布局不达预期等。

公司的体育产业布局以“全面满足每一个人的运动需求”为发展目标，重点布局参与人数巨大、消费潜力巨大、发展空间巨大的运动项目，以人为核心，激发人的运动需求，迎合人的运动爱好，促进人的运动消费升级，通过“体育产业+产品”的模式实现投资收益和持续经营。

公司希望做到业内的唯一与第一。公司今年加速推进产业布局，1月参股虎扑体育，并成立产业基金，基金规模20亿元。虎扑是国内体育互联网第一平台，拥有国内最大的体育垂直类网站“虎扑”与多个移动端体育APP。4月投资2000万欧元入股西班牙足球经纪公司“The Best of Your Sports”，若BOY能够完成确定的税前利润（即2015年税前利润下限135万欧元，2016年税前利润下限270万欧元，2017年至2018年税前利润下限1100万欧元），则公司持股43.950%，若BOY未能完成税前利润下限，则公司将获得更多的股份。5月公司与大、中体协、山西传媒学院、尤尼斯、虎扑签署战略合作协议，拟成立三家公司，布局校园体育。大、中体协隶属于国家教育部，每年在全国范围内组织的活动有120多项，在全国性校园赛事方面处于垄断地位，是唯一标的。

图表 1 公司投资架构



资料来源：公告整理，东吴证券研究所

1. 切入体育产业的背景与契机

随着我国经济实力增强，个人和家庭的体育消费意识觉醒和消费能力提升；移动互联网、大数据和智能硬件等技术进步，对体育产业各环节带来的技术红利；以及国家的顶层设计、政策支持为体育产业发展提供了制度保障和资源扶持，体育产业将迎来黄金十年。

图表 2 相关产业政策

时间	相关政策	内容
2010年3月19日	《关于加快发展体育产业的指导意见》	到2020年,培育一批具有国际竞争力的体育骨干企业 and 企业集团,形成一批有中国特色和国际影响力的体育产品品牌。
2011年3月28日	《体育事业“十二五”规划》	到2015年,全国各类体育场地达到120万个以上,人均体育场地面积达到1.5平方米以上,经常参加体育锻炼的人数比例达到32%以上
2014年10月20日	《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5万亿元,成为推动经济社会持续发展的重要力量。

资料来源:公开信息,东吴证券研究所

2. 参股国内体育互联网第一平台虎扑

公司参与设立的泉州盛翔投资管理中心(有限合伙)在成立后与泉州泉晟投资有限公司签署《投资合作协议》,向泉晟投资提供 23,916 万元的借款,借款的期限为十年,经双方同意可以延长。泉晟投资在接收上述借款后用于受让虎扑(上海)文化传播有限公司部分股权并对虎扑体育增资。最终公司获得虎扑 16.11%的股权,成为虎扑第二大股东。

2.1. 虎扑简介

虎扑体育成立于 2007 年,致力于应用互联网技术,为广大体育爱好者提供专业化的资讯、互动、运动管理和电子商务等全方位体育服务。虎扑体育旗下拥有中国第一的体育网站-虎扑体育网(HUPU.com)和“虎扑看球”、“虎扑跑步”、“虎扑识货”APP 等体育手机应用,目前全平台活跃用户数超过 5000 万,在 PC 和移动互联网平台的体育垂直领域均占据龙头地位,核心用户群体为青年男性体育人群。成立以来,虎扑体育在线下运营的各类型赛事、体育活动超过 10 万场,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。经过多年积累,虎扑体育已成为中国体育产业中极其独特的、在互联网和线下都具备领先优势和强大平台资源的高科技企业。在未来几年,虎扑体育将致力打造一个活跃用户过亿的 O2O 体育生态体系。

图表 3 虎扑 2013 及 2014 年营业情况

年份	总资产(万元)	净资产(万元)	营收(万元)	净利润(万元)
2013 年	11280	8846	9838	1512
2014 年 1-11 月	17865	14868	12038	35

资料来源:公司公告,东吴证券研究所

2.2. 合作优势

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。公司通过与虎扑体育构成战略合作关系，一方面可以借助虎扑在互联网行业特别是专业体育网站方面的优势，推动公司在线上业务的发展，进一步提升的公司品牌的知名度和美誉度，另一方面双方可以充分发挥双方优势，通过内容、社群、兴趣营销获取海量数据，洞悉用户消费兴趣；通过获取及分析全球最新最快的体育资讯，把握产业发展趋势和创新模式；通过掌握活跃度极高、粘性极强的体育消费核心人群，最终推动公司在体育产业的布局。

2.3. 产业基金-动域资本

公司与虎扑共同成立的产业基金动域资本，是目前国内体育产业基金中项目最多、覆盖最广的，涵盖了智能硬件、体育 O2O、在线增值服务、健康食品等多个领域，目前资金到位的项目约 20 个。基金目标规模 20 亿元，分两期设立，其中第一期规模为 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 5 亿元。公司希望通过投资各个细分领域的项目，将资源和产业链条整合起来，这些项目打通的过程也会让产业发展的模式更清晰，公司的战略思维位于行业前列。

图表 4 动域资本投资项目

项目对象	主要产品	投入资金	产品内容
广州柠蜜信息	趣运动	2091 万元	在线预定场地的移动 APP，可以直接用手机预定全国多城市的羽毛球、网球、足球、篮球、高尔夫球等各种运动场地。
跑悦乐（上海）	跑嗨乐	100 万元	根据你跑步的速率匹配手机音乐，并且每次听完后，推荐算法会根据上次用户播放的行为，为下次播放挑选更合适的歌曲。
上海慧体网络		5500 万元	一家用互联网和智能技术升级运动场馆，连接场馆、运动消费人群和服务提供者。
人人乐斗	初炼	1000 万元	要提供羽毛球、网球、游泳、瑜伽、健身、跑步运动等运动陪练。
青橙科技		500 万元	专注为健身行业提供互联网解决方案，为健身行业提供的产品有健身房预约管理系统、健身会议/培训报名系统等。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 与全国性校园赛事唯一主办方大、中体协开展战略合作

3.1. 大、中体协简介

中国大学生体育协会成立于 1975 年，现隶属国家教育部，是经国家民政部审核批准并具有法人资格的国家级体育社团，是中华全国体育总会、亚洲大学生体育联合会及国际大学生体育联合会的会员单位。成功组织了 中国大学生足球联赛、中国大学生排球联赛、中国大学生篮球联赛、中国大学生篮球超级联赛等深受广大学生喜爱的校园精品赛事，同时每年组织 80 多项全国大学生单项体育赛事，由中国大学生体育协会协办的全国大学生运动会已成为国内最大的大学生综合运动会。与此同时，每年选派团组赴各大洲参加世界大学生运动会及各类国际大学生体育赛事。

中国中学生体育协会成立于 1973 年，现隶属国家教育部，是经国家民政部审核批准并具有法人资格的国家级体育社团，中华全国体育总会、亚洲中学生体育联合会(ASSF)以及世界中学生体育联合会(ISF)的会员单位。中国中学生体育协会每年组织 40 余项全国中学生单项赛事，由中国中学生体育协会协办的全国中学生运动会已成为国内最大的中学生综合运动会。中国中学生体育协会积极参加并承办世界中学生单项锦标赛和历届世界中学生运动会。

3.2. 开拓校园资源

公司出资 2.09 亿元与大、中体协、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯合资成立三家公司，分别从事校园体育内容专业视频制作、赛事互联网视频业务；赛事运营业务以及体育经纪业务。其中尤尼斯(北京)体育文化传播有限公司为三家公司的管理层持股公司。前两者已经落地，经纪公司还在筹建期。由于大、中体协的特殊身份，在全国性赛事方面处于垄断地位，公司与其达成战略合作关系，掌握校园师生资源，有效推动公司全面布局体育产业。

图表 5 三家公司出资与权益情况

出资方	出资（万元）			权益比例			提供内容
	体育赛事	网络科技	经纪公司	体育赛事	网络科技	经纪公司	
贵人鸟	13522	6525	811	37%	30%	37%	资金支持
大、中体协	185	150	37	37%	30%	37%	提供赛事资源、运动员、教练员等的相

山西传媒学院 虎扑 尤尼斯 合计	关数据统计						负责赛事视频内容的制作 提供技术支持 公司的运作和管理
		100			20%		
	2193	2175	122	6%	10%	6%	
	100	50	20	20%	10%	20%	
合计	16000	9000	990	100%	100%	100%	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司与大、中体协共同推出的校园马拉松赛原计划今年 10 月开始，但现在要延期至明年，预计参赛学校超过 100 所，观赛人次将达到 200 万次，2016-2017 年参与的高校将突破 300 所和 500 所，2017 年观赛人次有望超过 1000 万。未来公司还将与大、中体协推出更多的全国性赛事，进一步扩大对校园人群的影响力。

3.3. 参考美国 NCAA，打造中国的大学生篮球联赛

NCAA 全称 National Collegiate Athletic Association，即全国大学体育协会，它是由美国千百所大学院校所参与结盟的一个协会。其主要活动是每年举办的各种体育项目联赛，其中最受关注的是上半年的篮球联赛和下半年的橄榄球联赛。

NCAA 联赛是美国本土最受欢迎、关注度最高的篮球联赛，上座率甚至超过了 NBA 联赛。NCAA 作为校园联赛，商业化程度较低，较少出现假球、黑哨等问题，参赛者善于展现球技、追逐运动带来的快乐等特质也使得赛事的观赏性较高，并且美国人的母校情结较浓厚，即使从学校毕业进入社会，依旧关注母校的赛事。NCAA 聚集起来的不光是学生人群，更有大把的社会人群，并且黏性较高，是一项全民性的体育赛事。

此外，NCAA 锦标赛是美国非职业体育联盟中最吸金的赛事之一。目前他们和 CBS、TNT 体育签的转播合同是一份长达 14 年、总价值达 110 亿美元的合同，平均 7.85 亿美元/年。美国《福布斯》杂志评出的“2014 年全球最有价值十大体育赛事品牌”中，位居榜首的是橄榄球超级碗，夏季和冬季奥运会分别位居第二和第三，足球世界杯位列第四，排名第五的正是 NCAA 男子篮球最终四强赛，品牌价值高达 1.43 亿美元，而 NBA 总决赛，甚至都无法跻身前十。

图表 6 2015 年美国各项运动最高收视率排行

排名	联盟	赛事	参赛者	收视率
----	----	----	-----	-----

1	职业橄榄球	超级碗	爱国者 vs 海鹰	1.14 亿
2	大学橄榄球	全国总决赛	俄亥俄州大 vs 俄勒冈	3415 万
3	大学篮球	NCAA 全国总决赛	杜克 vs 威斯康辛	2826 万
4	足球	女足世界杯决赛	美国 vs 日本	2670 万
5	职业篮球	NBA 总决赛第六场	骑士 vs 勇士	2325 万
6	赛马	贝尔蒙特锦标赛		1860 万
7	棒球	MLB 世界大赛第五场		1720 万
8	高尔夫	美国大师赛最终轮		1423 万
9	赛车	纳斯卡		1336 万
10	冰球	NHL 总决赛第六场		801 万

资料来源：虎扑体育，东吴证券研究所

目前大、中体协举办的赛事中，还没有如此大规模、影响力如此深远的赛事，但未来会朝着这个方向发展，随着国家政策的落地、大众参与体育运动的频率提高，大学生篮球联赛将会越来越受到社会关注。并且公司希望与大、中体协共同培育运动型人才，公司即将成立的经纪业务公司，就是以挖掘优秀人才与其签署协议等方式来培育运动型人才，为其提供专业的教育途径以及出国深造的机会。

4. 参股 BOY 加速足球市场资源整合

公司全资子公司贵人鸟(香港)与 PIRAMAGEN, S.L.、11MAC11, S.L. 以及 The Best Of You Sports, S.A. 签署了《投资协议》，对 The Best Of You Sports 进行投资，投资金额 2000 万欧元。截至 2014 年 12 月 31 日，BOY 总资产 181.58 万欧元，净资产 126.46 万欧元，2014 年实现收入 146.32 万欧元，实现利润 98.46 万欧元。

本次增资前，11MAC11 持有 BOY33.33%的股份，Piramagen 持有 66.67 的股份，在贵人鸟香港对 BOY 增资后，若 BOY 能够完成确定的税前利润（即 2015 年税前利润下限 135 万欧元，2016 年税前利润下限 270 万欧元，2017 年至 2018 年税前利润下限 1100 万欧元），则各方持股比例：Piramagen: 37.3666%、11MAC11: 18.6833%、贵人鸟香港: 43.950%，如若 BOY 未能完成税前利润下限，则公司将获得更多的股份。

4.1. BOY 简介

BOY 主要从事足球经纪业务,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,对球员主要提供代理球员合同谈判、代理球员转会谈判、代理球员商业活动和广告合同谈判、球员法律咨询和纠纷解决、球员职业生涯和退役后生涯规划、球员个人生活助理、财务顾问等服务,对俱乐部主要提供协助完成买卖球员的转会谈判、协助俱乐部开展球探工作、协助俱乐部和职业联盟完成赛事组织工作等服务。

自 2012 年以来,BOY 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;与皇家马德里、切尔西、阿森纳、国际米兰、AC 米兰、摩纳哥等知名俱乐部保持着良好的关系;曾合作过的品牌有 BBVA、Mahou、Corte Ingles、HYUNDAI、YAMAHA 等。

4.2. 切入足球领域的契机

2014 年,国际足联决定取消其经纪人条例,取而代之的是中介条例,并将监管权力下放至各国足协,开放市场,允许任何自然人和法人从事中介服务。该项规定自 2015 年 4 月起开始执行。依据新规,足球经纪人可以通过预付费的方式和优秀球员签订超过 5 年的合同长约(此前只有 2 年)经纪公司可以从球员的工资、肖像权和转会中提成,可以在球员的长期职业生涯中赢得利润。经纪公司甚至可以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。

2015 年 3 月 16 日,国务院发布《中国足球改革发展总体方案》,以总体要求、主要目标为大方向,通过对管理机构重新设计、职业俱乐部建设、完善竞赛体系、校园足球、社会足球、人才培养、国家队建设、场地建设管理、完善投入机制等涉及足球领域的各个层面的具体部署,为中国足球今后的发展指明了前进的方向。该方案不仅是中国足球改革与发展的纲领性文件,同时也是中国体育史上一个里程碑式的事件。

图表 7 《中国足球改革发展总体方案》要点

方案要点	具体内容
改革足球管理体制	推行“政社分开、政企分开、管办分离”,加快推进体育行业协会与行政机关脱钩。
成立中国足球发展基金会	鼓励各类企事业单位、社会力量和个人捐赠。
建立具有独立社团法人资格的“职业联赛理事会”	负责组织和管理职业联赛,合理构建中超、中甲、中乙联赛体系。

引导优秀俱乐部	地方政府创造条件，引导一批优秀俱乐部相对稳定在足球基础好、足球发展代表性和示范性强的城市，避免俱乐部随投资者变更而在城市间频繁迁转、缺乏稳定依托的现象。
把足球列入体育课教学内容，加大学时比重。	全国中小校园足球特色学校在现有 5000 多所基础上，2020 年内达到 2 万所，2025 年内达到 5 万所，其中开展女子足球的学校占一定比例。
把兴建足球场纳入城镇化和新农村建设总体规划	明确刚性要求，由各级政府组织实施。同时，将推动学校足球场在课外时间低价或免费向社会开放，建立学校和社会对场地的共享机制。

资料来源：公开信息，东吴证券研究所

4.3. 合作方式

未来 BOY 将为中超输送更多的优秀欧洲球员和教练，将把中国的年轻球员送到欧洲进行培训，并积极寻找机会将中超联赛的优秀球员输送到欧洲主流联赛。同时，BOY 将与贵人鸟和虎扑深入合作，共同开发中国足球市场，探索新的商业模式，利用资本市场和互联网双平台，共同整合欧洲和中国的足球资源，为提升中国足球整体竞技水平而努力。

公司希望通过对外投资欧洲优秀的足球经纪公司，利用 A 股资本杠杆，共同整合欧洲的足球产业资源；与此同时，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，与国内的线上、线下体育产业资源结合，探讨互联网与足球经纪行业乃至整合足球产业的新的商业模式，最终达到带动足球产业消费，提升我国足球竞技水平的目标。

5. 总结

公司在体育产业中的布局较为全面，首先，公司入股 BOY，整合中国与欧洲的足球资源，探索新的商业模式。其次，公司与虎扑合作，旨在掌握活跃度高、粘性强的体育消费核心人群；成立产业基金，涵盖了智能硬件、体育 O2O、在线增值服务、健康食品等多个领域的产品和服务。最后，公司与大、中体协合作，通过校园赛事将师生人群纳入麾下；成立三家公司分别运营体育赛事、网络科技以及经纪业务，将产业资源进一步整合。公司的战略高度和发展方向是符合行业现状甚至走在前列的，公司在资源、产业链上的整合能力较强，我们长期看好。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>