



传统业务转型，开拓体育蓝海

投资要点

- **推荐逻辑: 传统鞋服:** 运动鞋服市场回暖, 2014年增速回升至5.4%, 预计未来5年复合增速为8.3%, 2019年行业规模将超过2000亿元。公司在保证品牌业务已良性运营的基础上, 积极挖掘具有强大基因的小众品牌, 并购预期强烈。**体育产业:** 随着政策利好和国民体育消费意识抬头, 2025年产业规模目标5万亿, 年复合增速12.6%, 体育市场潜力巨大。公司依靠资本市场和虎扑互联网双平台, 积极抢占体育资源, 签约全国性赛事资源丰富的大、中体协, 与专业成熟的海外经纪公司接洽, 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, 构建起完整的体育产业生态链, 再通过设立大数据平台反哺生态圈, 形成生态闭环。
- **优化传统业务, 升级产业链:** 1) 公司是A股体育鞋服第一股, 位于运动鞋服产业集群所在地晋江, 坐拥规模优势和品牌优势, 同时定位精准, 积极品牌营销, 研发力度加大; 2) 建立新服装生产线和晋江鞋智能化生产基地, 提高订单响应速度和灵活性, 提升生产环节利润水平; 3) 从“批发模式”向“以零售为核心”销售模式转型升级, 渠道扁平化, 直接对接零售终端, 进行信息化管理, 掌握实时终端销售数据, 关低效店, 实现内生增长; 4) 去库存完毕, 经销商盈利能力改善; 5) 跨品牌跨区域横向整合, 积极寻找目标标的, 构建多品牌、多市场、多渠道体育用品公司。
- **布局体育产业, 抢占体育资源:** 随着政策利好、消费人群增加、消费能力提高, 公司积极布局体育产业链, 覆盖校园、互联网、足球三大群体, 建立体育云平台, 对海量的体育数据进行全方位的沉淀、应用和深度挖掘。1) 入主虎扑, 分享互联网+体育发展红利; 2) 动域资本第一年漂亮收尾, 多个项目协同联动; 3) 切入足球经纪业务, 实现中外对接; 4) 与大、中体协合作的赛事运营和视频制作公司相继落地, 赛事运营或将增厚业绩; 5) 打造体育云平台, 深挖大数据, 加码产业布局。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司主业为运动鞋服, 且大举布局体育产业。基于2016年鞋服行业PE均值28倍, 以及2016年体育行业PE均值130倍, 我们认为给予公司2016年70倍PE较为合理, 对应目标价42.7元, 给予“买入”评级。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1919.65	2040.17	2219.38	2451.19
增长率	-20.21%	6.28%	8.78%	10.45%
归属母公司净利润(百万元)	312.24	328.17	373.05	438.49
增长率	-26.27%	5.10%	13.68%	17.54%
每股收益EPS(元)	0.51	0.53	0.61	0.71
净资产收益率ROE	13.97%	13.90%	14.81%	16.16%
PE	70	67	59	50
PB	9.82	9.30	8.72	8.09

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

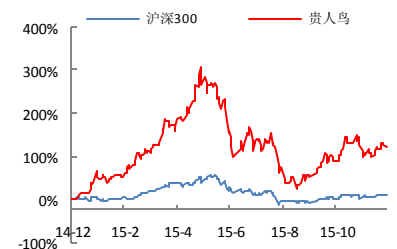
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	6.14
流通A股(亿股)	1.14
52周内股价区间(元)	15.95-69.03
总市值(亿元)	219.57
总资产(亿元)	41.84
每股净资产(元)	3.67

相关研究

1. 贵人鸟 (603555): 运动鞋服市场回暖, 全方位布局体育产业 (2015-11-18)

投资要件

关键假设

1、体育产业规模的扩张和国民健康意识的加强带动体育鞋服消费增长，运动鞋服行业持续回暖，业绩回升，预计未来 5 年复合增速约为 8%。

2、体育市场化、规模化进程将持续。体育产业的行政干预逐步减少，更多的社会资本将进入体育产业，体育资源将重新得到配置。预计体育产业规模 2014 至 2025 年复合增速将达到 13%。

我们区别于市场的观点

1、市场普遍认为公司主业收缩，同行业竞争力不强。我们则看到公司定位于三四线的运动品牌，体量小、好调头，品牌重塑较为容易，一旦挖掘到特定市场的细分需求，将有望做大成为新的细分市场龙头企业。

2、市场普遍认为公司切入校园体育，在公益赛事上获得相应的商业回报是一个未知数。而我们认为，公司布局校园是向美国校园产业模式看齐，校园体育的遍地开花奠定了职业体育发展的雄厚基础。而校园体育也并不是无利可图，NCCA 就在 2010 年与当地转播商签下了一份长达 14 年，年均 7.9 亿美元的巨额合同。

股价上涨的催化因素

国家和地方政策进一步对体育产业的支持；公司积极抢占体育资源，如果与大、中体合作项目相继落地，将增厚业绩，推动股价上涨；公司积极挖掘小众的体育品牌，如果并购方案推出，股价也将抬升。

估值和目标价格

我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别是 0.53 元、0.61 元、0.71 元，对应动态 PE 分别为 67 倍、59 倍和 50 倍。公司是 A 股市场上运动鞋服第一股，积极调整传统业务战略，去库存完毕，渠道扁平化，管理效率提升，并购预期强烈；同时，公司深入体育产业的内外围，抢占体育核心资源，全面布局体育产业。基于 2016 年鞋服行业 PE 均值 28 倍，以及 2016 年体育行业 PE 均值 130 倍，我们认为给予公司 2016 年 70 倍 PE 较为合理，对应目标价 42.7 元，给予“买入”评级。

投资风险

终端销售不及预期的风险；依赖贵人鸟单一品牌的风险；电子商务等新兴消费模式对传统模式冲击的风险；体育产业尚未成熟，项目投资回收期较长风险。

目 录

1. 公司概况：A股体育鞋服第一股	1
2. 运动服装迎来新春天	3
2.1 市场回暖，竞争依旧	3
2.2 公司主营提振，销售渠道优化	4
2.3 定位精准，研发加码	5
3. 政策利好，群雄逐鹿	7
3.1 体育产业起点低、潜力大	7
3.2 巧借政策东风，争取政策红利	9
3.3 积极抢滩，竞争对手不容小觑	11
4. 立体化布局，打造体育产业新贵	12
4.1 投资动域资本，辐射其他项目	13
4.2 切入足球板块，实现中外对接	14
4.3 覆盖校园人群，运营校园赛事	15
4.4 初涉大数据，加码产业布局	17
5. 公司战略明晰，双管齐下未来可期	18
6. 盈利预测与估值	18
6.1 主营业务盈利及预测	18
6.2 绝对估值	19
6.3 相对估值	21
7. 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2012 年以来主营业务结构情况.....	2
图 3: 公司 2012 年主营业务毛利率情况.....	2
图 4: 公司 2012 年以来营业收入（百万元）及增速.....	2
图 5: 公司 2012 年以来净利润（百万元）及增速.....	2
图 6: 国内部分体育鞋服企业营收增速.....	3
图 7: 国内部分体育鞋服企业净利润增速.....	3
图 8: 2008-2014 年国内运动鞋服销售规模.....	4
图 9: 2009 年和 2014 年国内运动鞋服市场占有率（%）.....	4
图 10: 公司的组织结构.....	4
图 11: 蜘蛛侠系列.....	5
图 12: 公司 2014 年零售终端情况（按城市分）.....	6
图 13: 公司 2014 年零售终端情况（按地区分）.....	6
图 14: 体育产业分类.....	7
图 15: 2013 年各国体育产业增加值占 GDP 比重.....	7
图 16: 2006-2014 年中国体育产业增加值.....	7
图 17: 中美体育产业结构对比.....	8
图 18: 中国城镇居民文教娱乐消费支出及占总消费支出的比重.....	8
图 19: 重要事件.....	10
图 20: 2015 年参观英超漫画.....	11
图 21: 入股虎扑交易结构.....	13
图 22: 动域资本结构.....	13
图 23: 体育类移动 APP 用户活跃程度.....	13
图 24: 动域资本的投资项目.....	14
图 25: BOY 合作的项目和球星.....	15
图 26: 大体协发展历程.....	16
图 27: 大体协和 NCAA 对比.....	17
图 28: 体育云平台.....	18

表 目 录

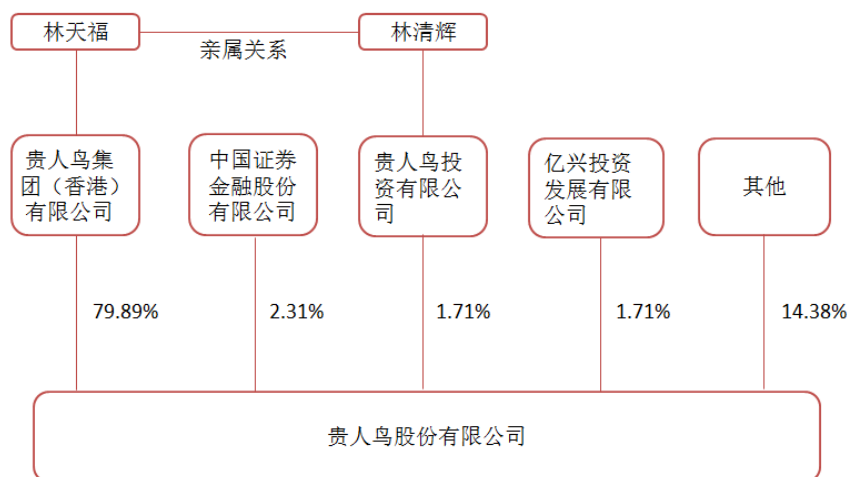
表 1: 2011 年以来公布的重要的体育政策	9
表 2: 现已布局的部分公司的体育战略	11
表 3: 贵人鸟 2014 年以来公布的体育大事件	12
表 4: 与大、中体协合作成立公司情况	16
表 5: 分业务收入及毛利率	19
表 6: 绝对估值假设调节	20
表 7: FCFF 估值结果	20
表 8: 估值敏感性分析	20
表 9: 可比公司盈利预测相对估值	21
附表: 财务预测与估值	23

1. 公司概况：A 股体育鞋服第一股

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，是 A 股体育鞋服第一股。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，以及近 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。

公司股权结构：公司主要由林氏家族控制，所占股份比例高达 81%，公司股权高度集中，保证了公司政策的执行效率。公司控制人是林天福先生，他通过 100% 控股的贵人鸟集团(香港)有限公司从而间接控制公司。公司今年推行了员工持股计划，设立“招商财富-贵人鸟 1 号员工持股专项资产管理计划”并由二级市场买入公司总股本的 0.69%，参与对象包括公司董事、中高层管理人员和有卓越贡献的员工，此举大大调动了员工的积极性，使其能够参与企业未来发展的红利。

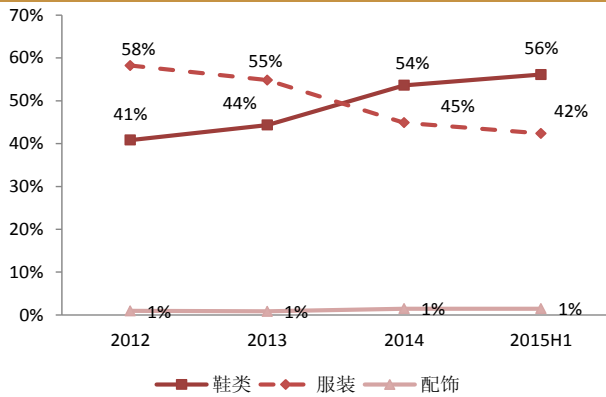
图 1：公司股权结构



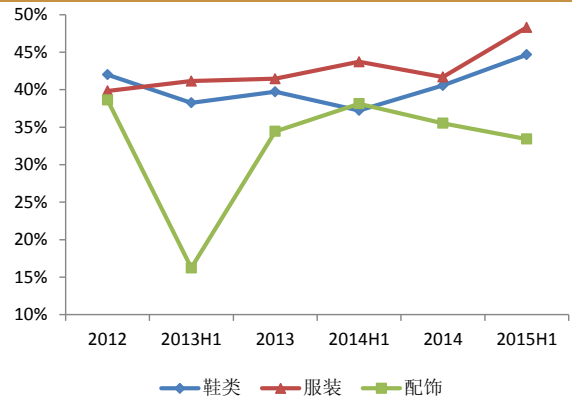
数据来源：公司公告，西南证券

公司主营业务结构：公司从 2012 年以来的营收主要来自于鞋类和服装，鞋类占营收比重稳步上升，而服装占营收比重却在下降。主要原因是鞋类受渠道调整影响较小，鞋类销售均价同比小幅增长；而服装市场的同质化严重，竞争压力极大，下游经销商的销售能力不足，公司对渠道的维护力度仍有待提升，从而导致销量下跌 30%。

从公司主营业务毛利来看，服装的毛利始终维持在 40% 以上，2015 年有小幅提升；鞋类的毛利从 2012 年开始有所下滑，但是 2014 年中期开始回升，截止到 2015 年中期，鞋类的毛利也达到了 45%。这均归因于公司清理库存的周期结束，批发价格恢复到正常水平，毛利率回升。

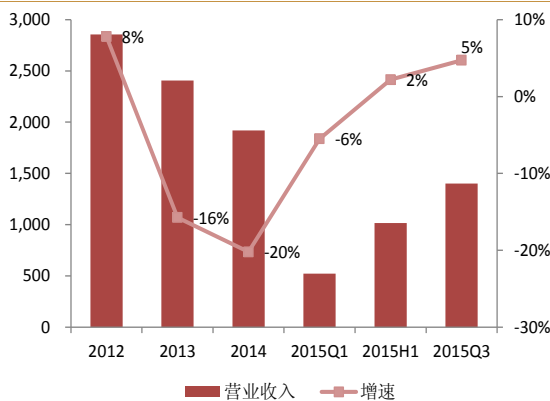
图 2: 公司 2012 年以来主营业务结构情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

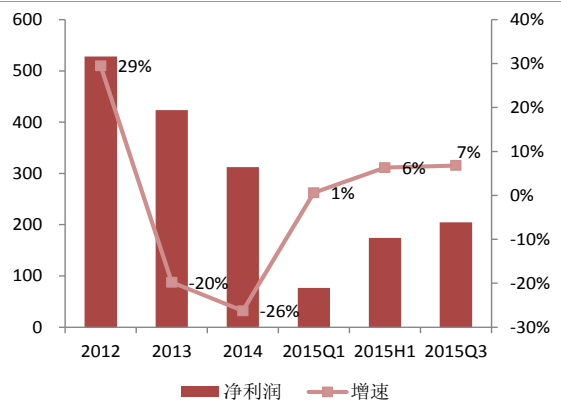
图 3: 公司 2012 年主营业务毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司业绩状况: 2014 年年末以来, 公司的营业收入和净利润都有明显回升的趋势。2015 年三季度营业收入同比增长 5%, 达到了 14 亿元, 同时净利润同比增长 7%, 当期实现净利润约 2 亿元。2014 年公司净利润增速低于营收增速的主要原因是公司于 2014 年上市, 上市的费用反映到管理费用中, 导致管理费用大幅增加。

图 4: 公司 2012 年以来营业收入 (百万元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 5: 公司 2012 年以来净利润 (百万元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司的产销情况: 公司过去的生产模式是自主生产和外包生产相结合, 鞋类由公司自主生产, 公司目前有 14 条运动鞋生产线, 当前年生产能力约 1200 万双, 基本能够满足目前的需求, 服装、配饰则外包给生产厂商。

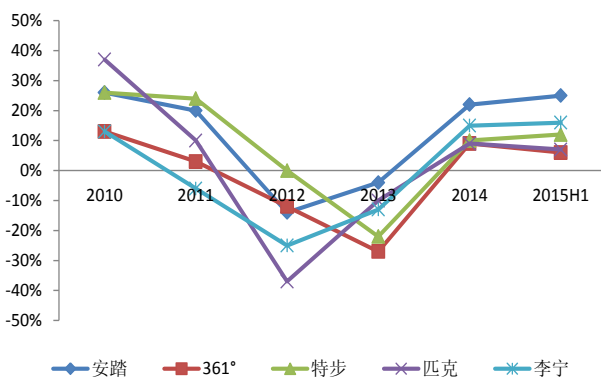
2015 年 11 月, 公司定增募集资金中有 5.51 亿元投向用于建设服装生产供应链项目, 项目建成后, 公司服装类产品的生产模式将由全部外协生产逐步转变为以自主生产为主, 有利于提升订单响应的速度和灵活性, 提高服装类产品质量的稳定性, 进一步提升生产环节的利润水平。同时, 公司变更鞋生产基地 (惠南) 建设项目募集资金用途为晋江鞋生产基地智能化技术改造项目, 此次智能化升级预计可以减少生产员工 25% 以上, 将会大大降低公司的生产成本, 提高生产效率, 提升生产品质。

2. 运动服装迎来新春天

2.1 市场回暖，竞争依旧

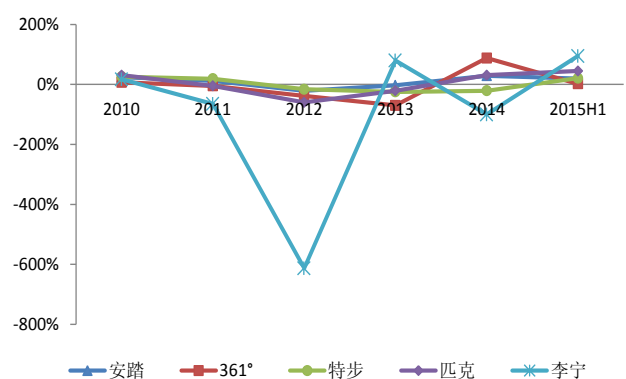
继 2008 年北京奥运会带动了社会的运动热潮后，运动鞋服行业实现持续增长。然而自 2011 年以来，行业过度扩张、库存堆积、分销商坏账问题以及存货周转天数急增等因素均拖累了行业表现。但经过数年的调整，同行业企业大量关闭零售终端，部分行业内实力较差的企业甚至退出市场，目前渠道库存得到明显改善，销售折扣收窄，门店的租金在前几年快速上涨后逐步趋缓。

图 6: 国内部分体育鞋服企业营收增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 7: 国内部分体育鞋服企业净利润增速



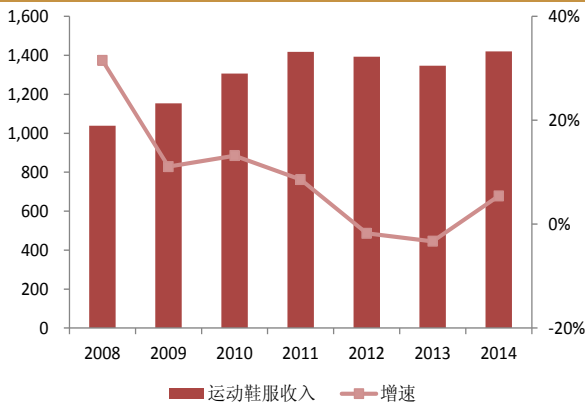
数据来源: 公司公告, 西南证券

随着体育产业政策利好、各项赛事兴起、国民健康意识抬头等背景的联合带动下，体育用品产业终于迎来了复苏期。绝大多数运动鞋服企业的营收从 2014 年重新实现正增长，净利润从 2014 年也实现了小幅的回升。贵人鸟由于所处行业发展阶段不同，渠道调整及“去库存”晚于行业整体水平，业绩在 2014 年有所下滑。2015 年运动鞋服公司订单额持续增长，安踏 2015 年第三季度订单金额取得低双位数增幅，预计 2015 年实现超百亿元收入；361 度 2015 年春夏和秋季产品订单增长 11% 和 16%；匹克 2015 年第三季度订货会总金额取得双位数增长；贵人鸟 2015 年春夏订货也获个位数增长。

截至 2014 年，我国运动鞋服行业零售金额达 1420 亿元，运动鞋服市场规模约占我国整体服装市场容量的 7.1%，运动鞋服零售增速回升至 5.4%。据 Euromonitor 预测，国内运动鞋服行业未来 5 年复合增速为 8.3%，至 2019 年行业规模将超过 2000 亿元。

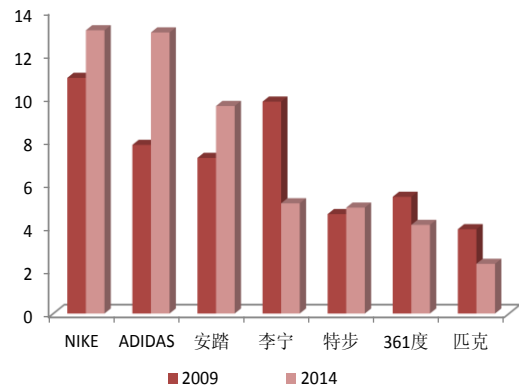
中国运动鞋服市场中，具有一定影响力的品牌有 20 家左右。从市占率来看，国外的两大体育用品巨头“耐克”和“阿迪达斯”竞争优势非常明显，两品牌市占率合计从 2009 年的 18.7% 提升至 2014 年的 26.1%。相比之下，内资品牌龙头慢慢形成，格局日渐清晰。从 2009 年到 2014 年国内运动品牌市占率变化的数据看，安踏市占率从 7.2% 提升至 9.6%，特步市占率略有提升，361 度和匹克市占率有所下滑，而早年的行业龙头李宁的市占率从 9.8% 下滑至 5.1%。公司目前市占率虽低于 2%，但是未来想象空间大。总体上说，2014 年运动鞋服 CR5 达 45.7%，行业集中度在各服饰子行业中最高（户外包含在运动装内），而女装、男装和童装 CR5 仅为 7% 左右。

图 8: 2008-2014 年国内运动鞋服销售规模



数据来源: Euromonitor, 西南证券

图 9: 2009 年和 2014 年国内运动鞋服市场占有率 (%)



数据来源: Euromonitor, 西南证券

2.2 公司主营提振，销售渠道优化

2.2.1 渠道扁平化，管理效率提升

公司传统的销售模式是通过向经销商批发销售，借助经销商的区域资源优势快速拓展营销网络，并对各级市场进行有效渗透来提高品牌市场占有率。公司来自于经销商方面的营收占绝大多数，故公司对经销商的依赖严重。因此，公司在业务发展战略上由“批发模式”向“以零售为导向”模式的转型升级，全程参与经销商渠道、零售、商品管理工作。从客户集中度来看，公司 2014 年前五大销售客户占全部营业收入比例由上年的 54% 降至 24%，公司对下游主要销售客户的依赖度大幅降低。

图 10: 公司的组织结构



数据来源: 公开资料, 西南证券

公司加强对经销商的管理，主要体现在管理架构、组织架构以及管理深度这三个方面。公司管理架构的升级表现为公司逐步推进到门店管理，逐步实现管理端服务前移；在组织架构上，公司将内部部门细分，突出商品管理、物流管理和渠道管理，同时要求经销商也有按此架构设立对口的人事安排；在管理深度上，公司已经建立了一套协同作业的信息处理机制与应用系统，并给一级代理商以及直营的门店安装公司的 ERP 系统，了解实时销售数据，再引用耐克的数据分析的功能对商品数据进行整合，提前预防坏账的发生。在经营模式上，公司还是批发给省代，但是会采用耐克的代理商运营模式去管理，设计专门的小组，针对不同的代理商执行不同的代理方案。

2.2.2 库存清理基本完毕，经销商开始发力

2014年年末，公司存货为 2.1 亿元，因原材料储备较年初增长 97%；存货周转率 7.1，是近 4 年来最低水平，主要由于 2014 年春节较晚、发货较晚。目前大部分经销商的库存已经回归到相对合理水平，经销商的平均单店销售也已出现小幅增长。2014 年应收账款为 12.9 亿元，较年初略下降 6%。我们认为，这主要是因为公司加强对经销商的管理，管理初见成效的原因。公司通过区域人员及时了解经销商的经营状况，根据经销商年度订货情况和区域发展特点，综合评定经销商的信用额度，从而将经销商的应收账款控制在合理范围之内。

2.2.3 关停低效店，恢复内生增长

公司从 2014 年开始加大对门店的调整力度，进一步深化渠道分级，合理规划渠道布局，推行多样化的渠道组合策略，关闭不盈店铺或盈利能力较差的店铺 782 家，新开零售终端 248 家。截至 2014 年底，公司仍保持自营零售终端 4 家，在全国 31 个省、自治区及直辖市拥有经销商零售终端 5026 家，较上年减少 9.5%。公司同店增速稳定，预计将保持在 10% 左右。公司预计将加大关闭低效店的力度，今明两年继续保持年均关闭 100 至 200 家店的速度，在关闭低效门店的同时，公司着力在门店位置、面积等方面进行调整，旨在改善店效，增强盈利能力，将发展模式从“开店增长”转变成“同店增长”。

2.3 定位精准，研发加码

2.3.1 自主研发，集思广益

图 11: 蜘蛛侠系列



数据来源：公开资料，西南证券

公司坚持自主研发设计，近年来公司研发支出逐年增长，2014 年研发费用 3115 万元，同比增长 8%，未来公司仍将进一步加大对研发费用的投入。目前公司有核心研发人员 264 人，具备较强的运动鞋服设计能力，且全部研发设计方案均由团队集体完成，减少过度依赖个别设计师的风险。公司根据目标人群集中在三四线城市的特点，组建了商品企划中心，对公司产品的属性进行了重新梳理和划分，启动了针对三四线市场的商品企划和研发规划，优

化产品结构和性价比。公司还整合了韩国、日本的设计资源为公司进行产品研发，进一步增强了公司设计团队的力量。2014 年公司推出了“蜘蛛侠系列”限量产品，迎合了年轻人对时尚的追求，使产品更具街头时尚感，取得了一定的市场效果。

2.3.2 优势集群，合作共赢

公司位于福建省晋江市，该市是我国最大的运动鞋服产业集群所在地，素有“中国品牌之都”、“中国鞋都”、“中国运动服装名镇”、“中国体育产业基地”等美誉。该地区拥有完整产业链，强大的运动鞋服生产能力和成熟第三方仓储物流配送体系等强大的产业集群优势。公司利用该优势，对产业链进行有效整合，注重品牌运作、研发设计和终端渠道建设环节，将原材料生产、运动服装生产及物流配送等环节外包。

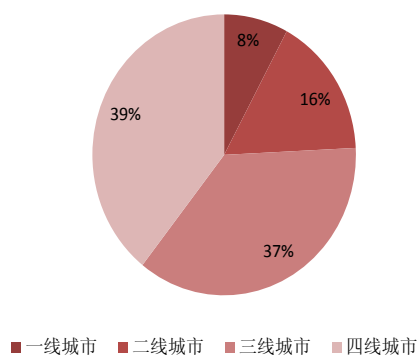
与此同时，公司与泰亚鞋业股份有限公司、福建万家鑫轻工发展有限公司、晋江七匹狼（002029）服装制造有限公司等多家技术实力较强、规模较大、产能充足、质量控制严格的服装外协厂、鞋材生产企业等供应商建立了长期共赢的合作关系。

2.3.3 差异定位，精准布局

与运动品牌竞争激烈的一线城市相比，三、四线城市消费者价格敏感度更高，对国内品牌和国内明星代言人更加认同，据此特点，公司准确定位，集中优势资源重点覆盖三、四线城市市场，提高了贵人鸟品牌的区域竞争力，有力推动了零售终端快速扩张。

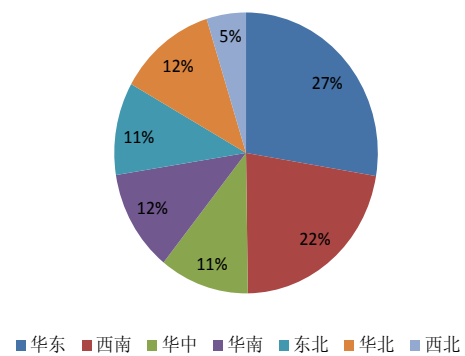
截至 2014 年底，公司营销网络覆盖全国 31 个省市，零售终端共 5026 家，零售终端总面积 38 万平方米，其中按照城市分级划分，公司零售终端主要布局在三、四线城市；按照区域划分，公司在华东和西南地区的布局占总零售终端的一半。

图 12: 公司 2014 年零售终端情况（按城市分）



数据来源：公开资料，西南证券

图 13: 公司 2014 年零售终端情况（按地区分）



数据来源：公开资料，西南证券

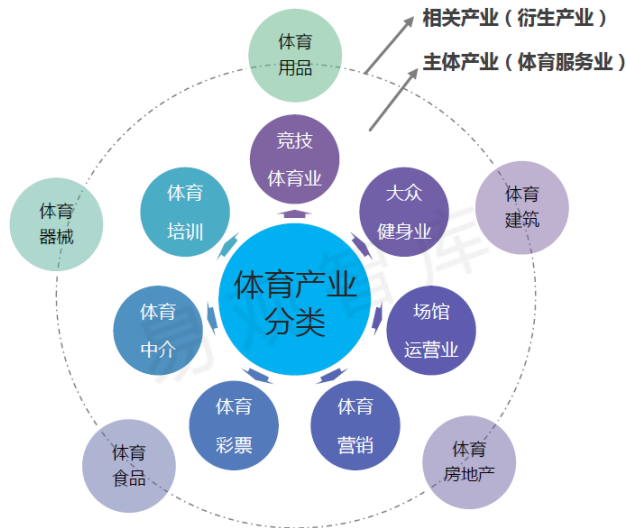
3. 政策利好，群雄逐鹿

自 46 号文发布以来，体育产业在资本市场受到热捧。在体育风口到来之时，各大传统体育鞋服企业都迈出了转型步伐，共同分享体育大蛋糕。安踏携手恒大进驻足球市场，特步合作智美打造中国路跑平台。贵人鸟也积极抢占体育资源，有望实现弯道超车。

3.1 体育产业起点低、潜力大

体育产业所涉及的行业十分广泛，主体产业为体育服务业，包括竞技体育、大众健身、体育培训、场馆运营等，外围衍生产品包括体育用品、体育器械等。公司目前的布局立足于体育的衍生产品——体育用品，向主体服务业深入。

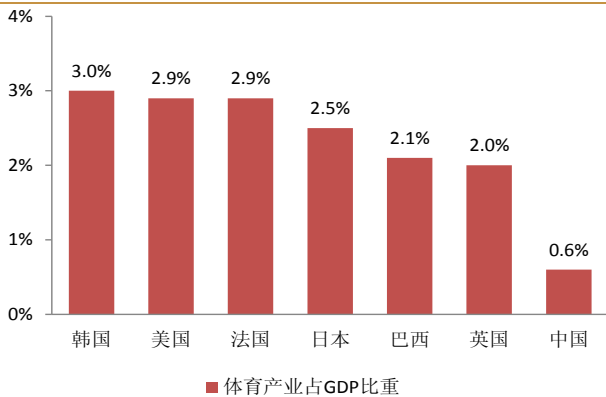
图 14: 体育产业分类



数据来源: 公开资料, 西南证券

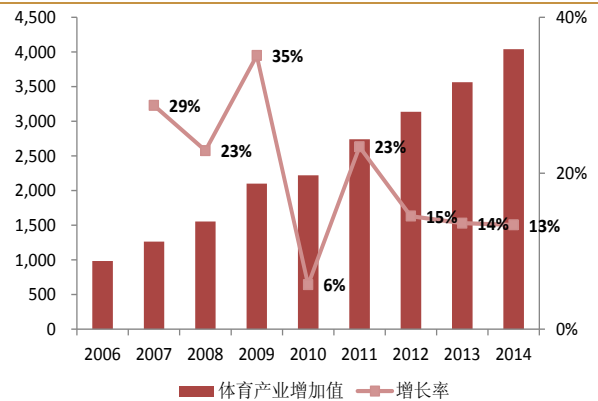
3.1.1 体育产业增加值发展空间大

图 15: 2013 年各国体育产业增加值占 GDP 比重



数据来源: 易观智库, 西南证券

图 16: 2006-2014 年中国体育产业增加值



数据来源: 易观智库, 西南证券

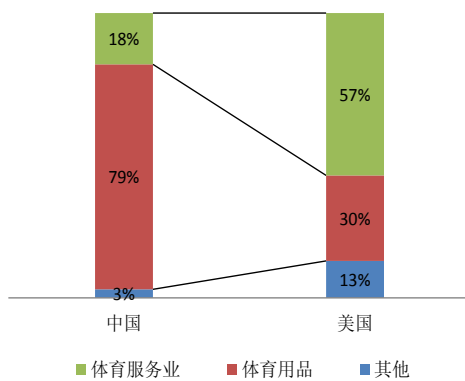
国内体育产业近年来始终保持较快的增长，2014 年实现增加值 4041 亿元，同比增长 13%，2006-2014 年复合增长率达 19.3%，而增加值占国内生产总值的比重仅为 0.6%。对比全球其他国家，国外的体育产业增加值占 GDP 的比重均超过 2%，美国体育产业已经成为美国十大经济支柱产业之一，但我国仍然处于市场化的初级发展阶段，差距明显。欧美国国家成功将体育打造成支柱产业的历史经验为我国提供了很好的典范作用。美国体育产业产值在 90 年代后期已达到 631 亿美元，超过了同期石化工业、汽车业等传统重要行业，并保持年均 10%-15% 的高增长，我国目前的产值仅是美国 30 年前的水平。

从 GDP 发展水平测算，按规划，2010 年全国 GDP 达到 40 万亿，2020 年将达 80 万亿，以体育产业占比按 1% 计算，2020 年体育产业增加值将达 8000 亿，我国体育增加值还有两倍的发展空间。

3.1.2 体育产业结构亟待完善

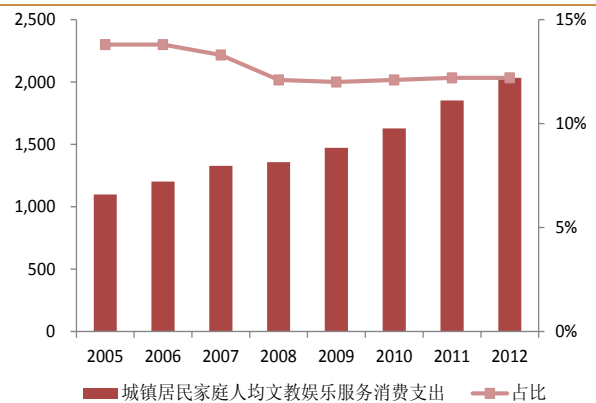
我国的体育产业结构极其不均匀，体育用品占比 79%，是目前产业主要支撑，而作为主体产业的体育服务业占比不到 20%，主要原因在于前期体育产业市场化程度低、政策监管严，职业体育发展不成熟，产值较小。对比体育产业高度发达的美国市场，体育服务业是起支撑作用的主体产业，其中健身娱乐和竞技体育业分别占到了 32% 和 25%。除此之外，国内体育赛事的收入结构也极不合理，对于发达国家而言，体育赛事的收入比例为 433 模式，即转播权：赞助：门票收入=4:3:3；而这个结构在国内却是失衡的，例如中超 2014 年的收入结构，转播权：赞助：门票收入=1:7:2。但是，随着国内相关政策的陆续出台以及对体育产业市场化改革的探索，体育赛事等其他体育产业核心内容也将得到迅猛发展，体育赛事的盈利模式也将日渐清晰、合理。

图 17: 中美体育产业结构对比



数据来源：易观智库，西南证券

图 18: 中国城镇居民文教娱乐消费支出及占总消费支出的比重



数据来源：易观智库，西南证券

3.1.3 体育消费支出呈上升趋势

根据国家体育总局的调查，2014 年我国年人均体育消费约为 146 美元，远低于英国、澳大利亚等发达国家。根据发达国家经验，当人均 GDP 超过 5000 美元时，体育、娱乐等文化消费将呈现爆发增长态势。目前，我国人均 GDP 突破 7400 美元，城镇居民人均可支配收入已将近 2.9 万元，居民文教娱乐支出已占总消费支出的 12% 以上，未来这一比重有望大幅提升，体育产业整体也将呈现出逐步提升的良好趋势。

3.1.4 大众体育参与度逐步提升

市场消费人口的多少决定着这个市场的规模和容量的大小。根据体育总局 2014 年全民健身活动状况调查公报，2014 年全国经常参加体育锻炼的人数百分比为 33.9%（含儿童和青少年），比 2007 年增加了 5.7 个百分点；我国城乡居民体育锻炼的意识增强，参加体育锻炼的积极性增高，人均体育消费水平大幅度提高，就近就便锻炼和“花钱买健康”已经得到越来越多人的认可。

3.2 巧借政策东风，争取政策红利

3.2.1 政府放权，量化发展

20 世纪 90 年代，国家制定的相关体育产业政策的侧重点主要放在建立健全相关法律法规体系和加强体育产业的规范管理上。21 世纪初，政策向竞技体育优势项目倾斜，这一时期相关政策的制定，大多是为 2008 年奥运会的成功举办提供强有力的政策支持。2009 年，《全民健身条例》的颁布开始把政策侧重点从竞技体育转向全民健身，并引发了全民健身的热潮，从而进一步促进了相关体育产业如体育服务业的发展。近五年来，国家政策把重点放在了挖掘体育产业巨大空间上，利用体育产业的发展拉动内需、促进消费、增加就业，力图使体育产业成为新的经济增长点。新政策主要表现在以下几个方面：

1) 明确量化指标。据统计，2014 年底体育产业总规模是 1.4 万亿元，实现增加值 4041 亿元。若达到 2025 年 5 万亿市场规模，则 2014 至 2025 年复合增速将达到 12.6%，如果达到 2020 年 3 万亿规模，复合增速将达到 14.2%，由此可见，体育产业未来发展空间巨大。

2) 体育赛事审批严格和政府垄断资源，限制竞技体育的繁荣。取消活动审批有利于简化程序，丰富赛事资源，引导赛事资源向社会流动，让各种体育资源“活”起来；通过放宽赛事转播权限制，释放了交易空间，有利于其以市场机制重新定价，以无形资产的形态公平的交易和转让，改变以往仅靠赞助、门票获得赛事运营收入的情况。

3) 政策明确了体育产业的结构，改变以往体育以体育用品为主体的畸形结构，推动结构的完善。“体育+”的概念则改变了体育独自发展的局面，有利于整合文化、旅游等各项资源，还有利于开发新领域、新产业，实现 1+1 大于 2 的效果。

4) 引领资本市场对体育实业的投资，拓宽体育产业投融资渠道，对体育产业的发展奠定了坚实的物质基础。

表 1：2011 年以来公布的重要的体育政策

主要政策	制定方	时间	主要内容
全民健身计划 (2011—2015 年)	国务院	2011 年 2 月 15 日	参加体育锻炼的人数显著增加，到 2015 年，城乡居民每周参加体育锻炼活动不少于 3 次、每次不少于 30 分钟、锻炼强度中等以上的人数比例达到 32%以上，比 2007 年提高 3.8%； 城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上标准的人数比例明显增加； 全国各类体育场地达到 120 万个以上； 对体育主管部门实行目标考核等。

主要政策	制定方	时间	主要内容
《国民经济和社会发展的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	2011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。
《中国足球职业联赛管办分离改革方案》	中国足球协会	2012年2月10日	成立职业联赛理事会；完善职业联赛监督体系；做大做强中超公司。
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国务院	2014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。
《中国足球改革发展总体方案》	国务院	2015年3月16日	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。

数据来源：公开资料，西南证券

3.2.2 奥运创造体育商机

奥运会对体育产业和国家经济都有极大的带动作用。北京奥运会直接带动体育产业的收入约30亿美元，而间接收入约54亿美元左右。每年对于国民生产总值的拉动是：就业因素0.00012个百分点，住宅0.061个百分点，基础设施0.183个百分点，旅游0.85个百分点，共1.094个百分点。促进国民生产总值增长0.5个百分点。仅北京奥运会所需的各类体育器材设备用品，就为商家提供了价值约1.7亿元的商机。无疑，2022年的杭州亚运会和冬奥会都将继续加速体育产业的发展，即便是在里约热内卢举办的2016年奥运会，也会带动国内体育人群的极大激情，促进体育消费，带动其他产业协同发展。

图 19：重要事件



数据来源：公开资料，西南证券

3.2.3 领导重视，体育提前迎来春天

2015年，习近平主席8次踏出国门，奔波42天，涵盖亚、欧、美、非四个大洲，参加9次国际会议，并且在美国、英国2个国家留下了他的体育足迹。此前，他的体育足迹已经遍布世界各地，先后在德国、爱尔兰、墨西哥、俄罗斯、荷兰、阿根廷、新西兰等国家提及甚至参与到体育活动中来，引领中国继续向体育强国的目标迈进。

习近平主席、英国首相卡梅伦与阿根廷球员阿奎罗的合照也被称为“足球史上最牛自拍”。国家最高领导人的足球情结也正是展现了其对体育项目的喜爱，为大众体育提供了好的榜样和标杆，激发了群众对体育的热情，带动了体育消费。

图 20：2015 年参观英超漫画



数据来源：公开资料，西南证券

3.3 积极抢滩，竞争对手不容小觑

表 2：现已布局的部分公司的体育战略

公司	体育战略	体育领域
道博股份	收购苏州双刃剑，积极构建赛事运营、体育版权、体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技与体育大数据的大体育产业集团	体育营销
华录百纳	出资成立华录体育，增资欧洲篮球公司，投资“极限冰雪嘉年华”	赛事运营+体育 IP 开发
互动娱乐	收购西甲皇家西班牙人俱乐部超 50.1% 股权并增资总额不超过 6434.8 万欧元	赛事版权+体育营销+衍生品开发
雷曼股份	LED 出租替换足球赛事中的广告，合作出资设立雷曼开兴体育文化基金	体育赞助+体育培训+体育经纪
莱茵体育	增资收购万航信息，开发运动世界 APP，合资设立浙江省体育产业基金，设立横琴体育产业交易中心，增资中体联设计体育场馆，签约黄山政府设立国际户外运动基地，签约小班公司开发体育私教业务	体育金融+体育赛事+体育传媒+体育地产+体育网络+体育教育
中体产业	运营环中国国际公路自行车赛等赛事，运营管理的青海体育中心等项目，销售彩票终端机及售后维修服务	赛事运营+场馆运营+体育经纪+体育彩票
奥瑞金	北美棕熊队（冰球项目）项目合作	赛事推广+体育培训
安踏体育	主业运动鞋服，与江苏省体育局合作打造青少年足球联赛，与恒大足球学校联合培养教练，与舒华公司合作发展“笼式足球”	体育装备+赛事运营+体育培训

公司	体育战略	体育领域
特步国际	主业运动鞋服，与智美集团组建赛事运营公司，打造中国路跑/徒步跑平台	体育装备+赛事运营+赛事推广
乐视网	乐视体育获 2017-2020 亚足联中国大陆地区全媒体版权，入股拉加代尔体育 20%股份	体育传媒+赛事运营

数据来源：公开资料，西南证券

从当前的资本及业务情况看，中体产业背靠国家体育总局的大树，是较正宗的体育产业公司，且其房地产业务已相继收缩，后续体育相关业务应该会有持续性增长，但体量不大；莱茵体育转型彻底，建立了“416”生态圈，相关的布局还在落地中；互动娱乐运行效率较高、业务相对稳健、资产质量较好，管理层心怀大志，主动积极切入体育，收购西班牙人，且与原有业务关联性大；探路者的资产质量较好，总体属于泛体育衍生产品，毛利率较高；奥瑞金只是以跨界切入的姿态签订了合作协议，板块缺乏联动性，后续待观察；雷曼股份在体育概念中名声远播，后续体育传媒有望加码体育布局。其余上市公司仅与体育沾边，但对公司业务不产生实际影响，典型的为传媒、服装、鞋业、电子产品等相关公司，以体育概念为主。

公司多年根植于体育用品行业，对体育行业有较深了解和经验，市场认可度高；与虎扑这个成熟的体育线上论坛合作，形成线上线下有效互动，可以相互促进，虎扑巨大的用户群会成为公司体育用品潜在客户群；收购国外公司，填补足球经纪业务空白，未来有望形成强大的赢利点；公司着眼于青少年体育这个蓝海领域，并且拥有与大、中体协的合作关系，在青少年和校园体育方面优势巨大。

4. 立体化布局，打造体育产业新贵

表 3：贵人鸟 2014 年以来公布的体育大事件

时间	体育大事件
2014 年 12 月	与中欧盛世共同投资成立上海贵欧投资有限公司，拟成立并购基金
2015 年 1 月	间接入股虎扑体育
2015 年 1 月	贵人鸟与虎扑体育合作发起募集成立体育产业基金
2015 年 4 月	通过贵人鸟（香港）与西班牙公司投资入股 BOY 公司
2015 年 11 月	非公开发行募投体育云平台建设
2015 年 11 月	与大中体协合作，间接入股 30%康湃思网络（体育视频制作公司）
2015 年 11 月	与大中体协合作，增资入股 37%康湃思体育管理（赛事运营公司）
2015 年 11 月	与大中体协合作，拟出资入股 37%康湃思体育咨询（体育经纪公司）

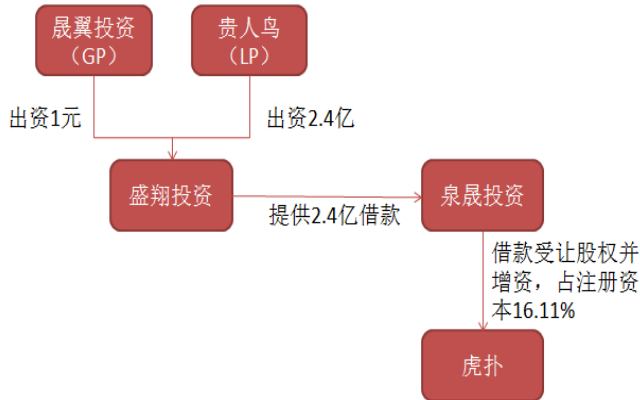
数据来源：公开资料，西南证券

公司提出了“大产业生态+多产品运营”的新战略，以体育人群来切入体育产业。针对互联网人群，入股虎扑体育，投资动域资本；在足球运动方面，切入足球板块，实现中外对接；覆盖校园人群，运营校园赛事；初涉大数据，加码产业布局。同时，推出城市趣味跑，引发社会响应，提升品牌知名度；变更募投资金，补充现金流，为体育布局奠定坚实的物质基础。

4.1 投资动域资本，辐射其他项目

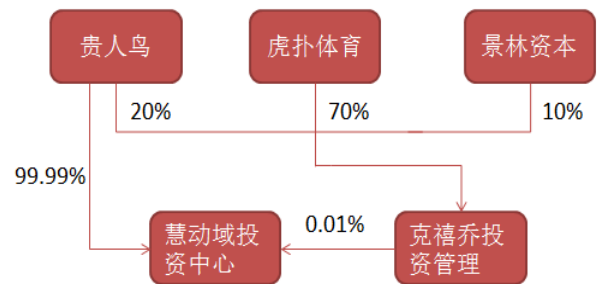
2015 年年初，公司出资 2.4 亿元与泉州晟翼投资共同投资设立泉州盛翔投资，盛翔投资在成立后向泉晟投资提供 2.4 亿元借款，泉晟投资将借款用于受让股权并增资入股虎扑 16.11% 的股份；6 月份，公司与虎扑体育、上海景林投资管理有限公司共同发起创立体育产业基金——“动域资本”。

图 21: 入股虎扑交易结构



数据来源: 公司公告, 西南证券

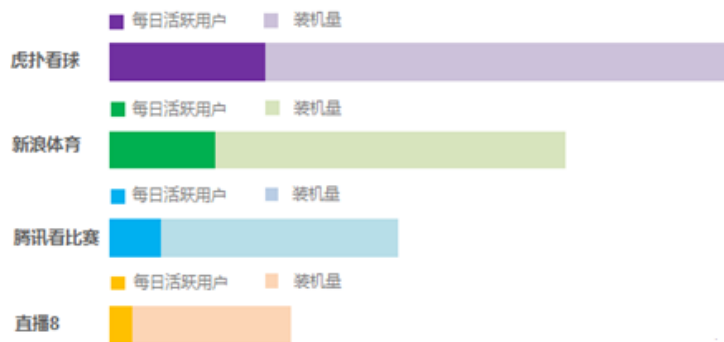
图 22: 动域资本结构



数据来源: 公司公告, 西南证券

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。

图 23: 体育类移动 APP 用户活跃程度



数据来源: 公开资料, 西南证券

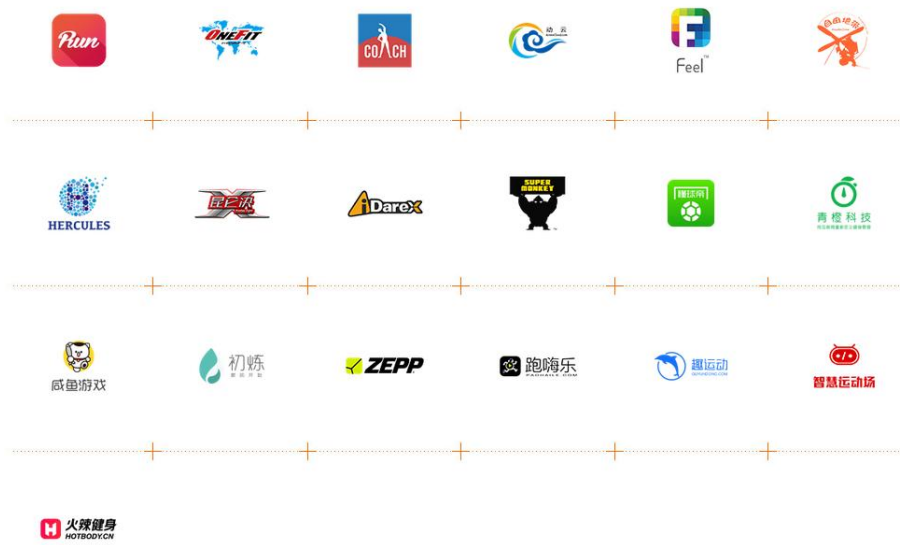
动域资本目标基金规模 20 亿元，投资阶段将覆盖早期、成长期至 Pre-IPO，具体投资方向为互联网+体育、O2O 体育服务、智能设备、体育培训、场馆服务、赛事组织和媒体等体育产业各细分领域，是现有投资项目最多的基金。基金的口号“the World is an Arena”展现了基金对于体育行业的看好。基金分两期设立，其中第一期基金规模 10 亿元，计划未来三年分两期向产业基金投入 10 亿元，其中第一年第一期投入人民币 5 亿元。双方开展线上线下合作，形成公司线下体育产业资源和虎扑体育线上流量资源有效商业化的双赢局面。

对于更早进入体育领域的传统力量来说，乐视、万达甚至腾讯都把钱投入到成本更高但短期内价值更明显的赛事版权上。而公司和虎扑进行合作，将资金投到创业公司上的做法，则比较少见的。动域资本所投的项目绝大多数与互联网体育相关，对 TMT 领域的投资正是景林资本股权投资基金董事潘迪所擅长的。在线上，虎扑有流量、后台技术和数据积累等基础，在线下有赛事组织经验，可以帮助创业公司更好地发展。再者，动域资本里的每个投资人都是疯狂的体育爱好者，对体育行业有极高的热情和洞察力。

目前，动域资本用不足一年时间完成 30 个体育项目投资，项目之间有明显的联动效应。投资包括懂球帝（国内最大移动足球社区）、超级猩（健身服务网）、敢玩（酷玩运动视频及体验）、昆仑决（国内顶级搏击赛事运营）、海克力斯（运动营养解决方案）、自由地带（滑雪 O2O）、Feel（运动社交）、动云（体育云服务平台）、智勤教育（教练辅助工具）等。其中，“动云”是针对体育媒体、体育电商、体育 O2O、体育社交以及体育政府机构等行业打造体育云平台，也是动域资本在云计算与应用服务层的战略合作伙伴，公司将利用这个平台，将虎扑和已有项目的用户数据变现，未来动域资本将借助“动云”平台管理和支持已投资项目的发展。

我们认为，虎扑庞大的互联网人群和论坛资源，线下丰富的赛事运营经验可以为公司体育的布局提供指导性的建议和可靠的资源支撑；同时，公司通过动域资本的投资有的放矢，投资有前景的项目，待项目孵化后，可以有步骤有计划地注入上市公司，未来效果可期。

图 24：动域资本的投资项目



数据来源：公开资料，西南证券

4.2 切入足球板块，实现中外对接

足球板块中盈利能力较强的就是经纪业务。根植于其肥沃的足球土壤和大批的足球人群，欧洲地区目前的足球经纪业务非常发达，已经建立起了成熟的商业环境和盈利模式，形成了综合性的体育资源整合平台。

2015 年 4 月，公司香港子公司与西班牙公司“Piramagen”及“11MAC11”签署《投资协议》，议拟投资 2000 万欧元入股西班牙足球经济公司 BOY，资金将分两期（各 1000

万欧元)投入。本次增资前, 11MAC11 持有 BOY33.33%的股份, Piramagen 持有 66.67% 的股份, 2014 年实现收入 146 万欧, 净利润 98 万欧元。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、2016、2017-2018 年税前利润下限分别为: 135 万、270 万和 1100 万欧元), 则各方持股比例: Piramagen: 37.37%、11MAC11:18.68%、贵人鸟(香港): 43.95%, 如若 BOY 未能完成税前利润下限, 则公司将获得更多的股份。

BOY 是世界著名的专业足球经纪公司, 主要从事足球经纪业务, 收入来源以向球员和俱乐部提供服务为主, 拥有成熟而清晰的商业和盈利模式。BOY 创始人和高管均拥有皇家马德里俱乐部的背景, 背靠西甲市场, 并与欧洲其他俱乐部关系深厚, 从其经纪业务相关球员数量和身价来看, BOY 目前处于西班牙全部 500 余家经纪公司中最顶尖的水平。另外, BOY 也非常重视中国市场的开发, 是中超的广州富力足球俱乐部前主教练孔特拉的经纪人。2015 年, BOY 为皇马签下了其在中国市场的第一笔赞助合同。

图 25: BOY 合作的项目和球星



数据来源: 公开资料, 西南证券

从资本层面上来说, 公司此次涉足欧洲足球产业, 与万达入股马德里竞技俱乐部以及收购瑞士盈方体育传媒集团的战略思路是一致的, 都是积极响应“走出去, 引进来”战略的重要举措。除此之外, 我们认为, 公司切入球员经纪业务, 有利于带动中国足球经纪领域构建清晰的盈利模式, 优化经纪环境, 中国球员的价值也能通过逐渐完善的市场机制被真正的开发和利用, 反哺公司在校园体育经纪的布局。同时, 公司可以利用资本市场和虎扑互联网双平台, 整合中西两国的足球资源, 开发“互联网+足球经纪”乃至整合足球产业的新的商业模式。

4.3 覆盖校园人群, 运营校园赛事

公司与大、中体协合资成立三家新公司, 分别为赛事运营、网络科技(包括视频制作、互联网视频业务等)和经纪公司, 前两者已经落地, 经纪公司还在筹建期。公司已于 2015 年 11 月 21 日发布公告:

1) 公司旗下泉翔投资拟与泉晟投资签署《投资合作协议》, 拟向泉晟投资提供一笔人民币 6525 万元的借款, 对康湃思(北京)网络科技有限公司增资并持有康湃思网络 30% 的股

份,与《中国学校体育》杂志有限责任公司(大、中体协各持股 50%)并列成为其第一大股东;

2)拟与《中国学校体育》杂志有限责任公司、虎扑体育、尤尼斯(北京)体育文化传播有限公司合资成立康湃思(北京)体育咨询有限公司,其中公司出资 811.42 万元,占拟设公司注册资本的 37%;

3)拟对康湃思(北京)体育管理有限公司增资出资 1.35 亿万元,占其注册资本的 37%。

表 4: 与大、中体协合作成立公司情况

公司名称	业务范围	贵人鸟	大、中体协	虎扑	尤尼斯	山西传媒
康湃思网络科技有限公司	体育赛事视频制作	30% (6525 万) 提供资金支持	30% (150 万) 提供赛事资源	10% (2175 万) 互联网网站的相 关技术支持	10% (50 万) 拟设公司运作和 管理	20% (100 万) 提供硬件及技术 支持
康湃思体育管理有限公司	体育赛事运营	37% (1.35 亿) 提供资金支持	37% (185 万) 提供赛事转播权等	6% (2192 万) 互联网网站的相 关技术支持	20% (100 万) 拟设公司运作和 管理	
康湃思体育咨询有限公司	体育经纪	37% (37 万) 提供资金支持	37% (811 万)提供 运动员、教练等数据	6% (121 万) 互联网网站的相 关技术支持	20% (20 万)拟 设公司运作和管 理	

数据来源: 公开资料, 西南证券

图 26: 大体协发展历程



数据来源: 公开资料, 西南证券

大体协已经逐渐从单纯的为政治服务发展到回归教育系统,在运作模式上也由单纯的政府支持过渡到自收自支的市场化运营。但是大体协现在总体上仍然没有摆脱由政府供养和运作的发展模式,旧的体制下形成的训练和管理模式至今仍然存在。作为中国大体协的类似机构,美国大学生体育联合会(National Collegiate Athletic Association,简称 NCAA)已经在发展模式上相对成熟,并且使美国的大学竞技体育运动达到了较高的水平,在国家的竞技体育发展中扮演着重要的角色。

图 27：大体协和 NCAA 对比

	大体协	NCAA
管理体制	政府和社团双重管理性质	受大学体育联盟（社团）主导
法规体系	法律制度供给不足	法律制度完善，有年会和特别会议
运行模式	靠政府拨款	靠产业化运作自收自支
经济效益	政府拨款、学校拨款、会费、捐赠、门票收入以及其他合法收入等	2014年的收入共\$9.89亿，其中76%来自转播权收入、12%来自冠军收入（包括票务及相关的商品收入）、3%来自赞助收入
宣传力度	低，主要集中在校园	全国瞩目

数据来源：公开资料，西南证券

以美国为代表的发达国家高度推行体育产业市场化运作、加强财税和金融支持等，基于此背景，美国的校园赛事发达，经济效益可观。随着国内政策向体育市场化倾斜，大、体协于 2015 年 11 月试点脱钩教育部，在商业化开发上潜力可控，转播权将重新得以定价，未来有望像美国为代表的成熟商业模式看齐。

目前，国内的校园赛事运营尚未成熟，但公司远见卓识，提早布局校园产业，跟大、中体协开展全方位合作。大、中体协均隶属于国家教育部，在全国性赛事方面处于垄断地位。每年在全国范围内组织的校园体育活动有 120 多项，未来还将推出更多的全国性赛事，如 3V3 的篮球、8 人制足球赛、啦啦操和校园接力马拉松等。丰富的赛事资源是公司与其合作的主要目的之一。在校园布局中，公司均采取溢价出资，以资金换取资源的方式进入三大平台。

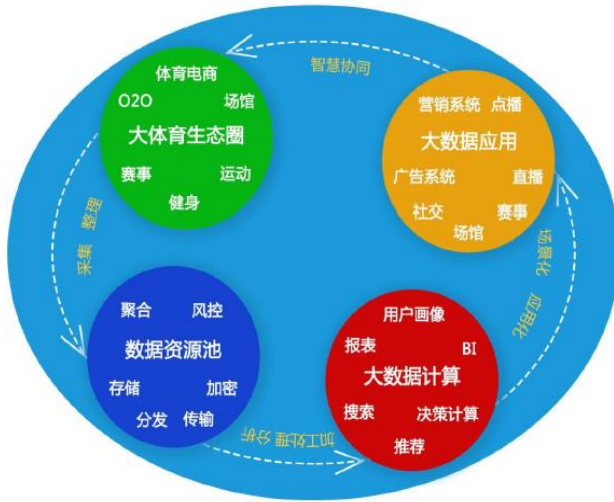
我们认为，目前公司已初步完成对校园体育产业链的构建，并采取差异化的方式进入不同的投资标的，对于有较强盈利预期的项目则直接出资入股，而对于盈利预期不明晰的项目则通过指定第三方间接入股，多个项目形成协同效应，完整了公司的校园产业布局。

4.4 初涉大数据，加码产业布局

公司于 2015 年 11 月非公开募集 16.8 亿元，其中约三分之一的资金用于体育云平台建设项目来加码公司体育产业的布局，该项目将建设体育云平台，夯实以大数据为核心的体育生态圈建设，与用户、合作伙伴、产业上下游等形成联动效应。此次平台建设，公司将海量的体育数据进行全方位的沉淀、应用和深度挖掘，聚合生态圈内现有的以及正在逐步扩大的体育行业资源，形成服务于公司业务综合数据平台。

项目将围绕体育产业这个核心，以用户、企业、生态圈为着眼点，充分运用互联网技术，考虑公司内外部对于数据输入和输出的需要，打造涵盖 IaaS、PaaS 和 SaaS 的体育云平台。数据经过云平台形成生态闭环：在体育运动、赛事、O2O、电商等用户参与的各种场合，经过 PC、手机、智能穿戴设备等终端应用获取数据，存贮于海量数据资源池；经过用户画像、推荐、决策等数据计算之后，得出数据模型，应用于体育业务各种场景，比如广告、社交、直播等。这些应用又反哺大体育生态圈，形成生态闭环。

图 28: 体育云平台



数据来源: 公开资料, 西南证券

我们认为, 此次布局是公司在体育产业化的战略升级, 公司可借助互联网大数据, 聚合大体育产业生态圈资源, 通过对体育数据的沉淀和挖掘, 使公司在体育项目的布局定位更加精准, 更为有效地促进公司的全产业链扩张。

5. 公司战略明晰, 双管齐下未来可期

1) 体育产业做大。公司将继续利用资本市场和互联网双平台, 继续以“参与人数巨大、消费潜力巨大、发展空间巨大的运动项目”作为拓展体育产业的方向, 积极寻找盈利模式清晰的并购标的进行资源整合, 争取在体育产业发展上继续有所作为。

2) 运动鞋服行业做多。公司将紧抓当前欧美经济下滑、消费疲软、大量国际运动品牌急需开拓中国市场的机会, 积极发掘具有强大基因的品牌, 深挖在某一个细分领域有技术实力或者基因的企业, 拿到品牌授权或进行小众品牌收购, 改变依靠单一贵人鸟品牌的风险, 推动多品类、多品牌、多渠道组合战略的实施。

3) 品牌业务的良性运转。在传统业务方面, 公司将继续推动“以零售为导向”的业务转型, 聚焦终端, 优化生产渠道, 实施生产线智能化升级, 维持自然的内生增长。

6. 盈利预测与估值

6.1 主营业务盈利及预测

根据公司调研和基本面分析, 我们对 2015-2017 年公司主营业务的预测如下:

1) 由于体育消费的带动, 预计今年公司鞋类的销售增长较去年有小幅回升, 未来 2-3 年也有小幅的自然增长。公司转变了募投资金, 用于建设晋江鞋生产基地智能化技术改造项目, 项目建设期预计为一年, 项目建成后预计减少生产员工 25%以上, 有利于降低生产成本。预计公司鞋类的收入增长率分别为 5%、7%、10%。预计公司鞋类的毛利率分别为 40%、43%和 44%。

2) 考虑到公司服装的库存基本清理完毕, 另外公司新投资建立服装生产供应链, 将服装质量的主动权掌握在公司的手里, 加之体育消费的带动, 预计公司 15 至 17 年服装收入增长率将有小幅提升, 分别为 7%、10%、10%。我们预计, 公司 15-17 年毛利率将保持稳定且小幅上升, 预测其分别为 41%、43%和 43%。

3) 公司的配饰占比较小, 对总营收影响不大, 预计配饰的收入增长率将与去年差距不大, 为 30%。

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
鞋类	收入	1028.84	1080.28	1155.90	1271.49
	增速	-3.53%	5.00%	7.00%	10.00%
	成本	611.49	648.17	658.86	712.04
	毛利率	40.57%	40.00%	43.00%	44.00%
服装	收入	861.59	921.90	1,014.09	1,115.50
	增速	-34.68%	7.00%	10.00%	10.00%
	成本	502.44	543.92	578.03	635.84
	毛利率	41.68%	41.00%	43.00%	43.00%
配饰	收入	29.22	37.99	49.38	64.20
	增速	43.31%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	18.23	23.93	30.62	39.80
	毛利率	37.61%	37.00%	38.00%	38.00%
合计	收入	1,919.65	2,040.17	2,219.37	2,451.19
	增速	-20.21%	6.28%	8.78%	10.45%
	成本	1,132.16	1,216.02	1,267.51	1,387.67
	毛利率	41.02%	40.40%	42.89%	43.39%

数据来源: 公司公告, 西南证券

6.2 绝对估值

绝对估值关键假设如下:

- 1) 永续增长率为 3%, 过渡期增长率 9%, 过渡期年数 5 年;
- 2) 无风险利率为当前 10 年期国债收益率, 为 3%;
- 3) β 值采用申万二级行业分类—服装家纺 β (最近 100 周, 标的指数沪深 300) 作为公司无杠杆 β 的近似值;
- 4) 税率: 25%;

表 6: 绝对估值假设调节

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	9.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	3.00%
市场组合报酬率 R_m	11.00%
无杠杆 β	1.02
有杠杆 β	0.93
债务资本比重 W_d	45.00%
债务资本成本 K_d	5.50%
有效税率 T_x	25.00%
股权资本成本 K_e	10.44%
无杠杆成本 K_u	11.16%
WACC	7.60%

数据来源: wind, 西南证券

表 7: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
EBIT	460.15
EBIT* (1-所得税税率)	351.14
折旧与摊销	45.87
营运资金的净变动	512.32
核心企业价值	11432.53
净债务价值	(366.65)
股票价值	11799.18
每股价值	19.22

数据来源: wind, 西南证券

表 8: 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	WACC						
	7.66%	8.16%	8.66%	9.16%	9.66%	10.16%	10.66%
1.5%	20.91	18.85	17.16	15.75	14.56	13.54	12.65
2.0%	22.81	20.33	18.34	16.70	15.34	14.19	13.19
2.5%	25.23	22.16	19.76	17.84	16.26	14.94	13.82
3.0%	28.43	24.50	21.54	19.22	17.35	15.83	14.55
3.5%	32.87	27.60	23.80	20.93	18.69	16.89	15.41
4.0%	39.42	31.89	26.80	23.13	20.35	18.18	16.44
4.5%	50.06	38.23	30.96	26.03	22.48	19.79	17.69

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看,公司每股内在价值约 19.22 元。但由于绝对估值对各系数的敏感性太大,估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性,我们采取相对估值法的估值结果,公司合理股价将为 42.7 元/股。

6.3 相对估值

我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别是 0.53 元、0.61 元、0.71 元,对应动态 PE 分别为 67 倍、59 倍和 50 倍。

公司是 A 股体育鞋服第一股,目前公司对传统运动鞋服运营战略升级,去库存,调渠道,整改经销模式,品牌业务已良性运营,公司还积极挖掘小众品牌,并购预期强烈;同时,公司积极布局体育产业,从互联网端的虎扑到涵盖了中学到大学所有全国性赛事的大、中体协,以人群为基础实施战略布局,与专业成熟的海外经纪公司接洽,建立体育云平台,对海量的体育数据进行全方位的沉淀、应用和深度挖掘。总的来说,公司传统主业良性自然增长,积极挖掘多品类多品牌,在体育产业积极抢占资源,外延式扩张预期强烈。

公司在运动鞋服可比公司较少,主要竞争对手均为港股的上市公司或非上市公司。故我们首先选取纺织服装和鞋类作为可比公司,仅作参考:2016 年鞋服行业 PE 均值为 28 倍;鉴于公司借政策利好,消费能力提高的背景,积极抢占体育资源,全面布局体育产业生态链,同时参考 A 股市场上 2016 年体育可比公司 PE 均值 130 倍。综合以上考虑,我们给予公司 2016 年 70 倍 PE,2016 年合理股价 42.7 元。

表 9: 可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2015/12/29	14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
行业均值(整体法)							27.73	33.11	28.39	23.31
603001	奥康国际	36.26	0.64	0.92	1.13	1.36	56.30	39.26	31.98	26.62
603116	兴业科技	20.31	0.49	0.38	0.71	0.97	41.06	50.88	27.21	19.87
300005	探路者	22.95	0.57	0.62	0.73	0.92	40.01	36.96	31.60	24.87
002563	森马服饰	12.37	1.63	0.51	0.61	0.74	7.59	24.47	20.12	16.68
002029	七匹狼	13.60	0.38	0.36	0.41	0.48	35.59	37.91	33.46	28.38
代码	简称	股价(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2015/12/29	14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
行业均值(整体法)							386.28	357.61	130.15	86.04
600158	中体产业	25.51	0.12	0.14	0.25	0.33	208.76	184.32	103.78	77.23
000558	莱茵体育	28.19	0.05	0.05	0.18	0.30	563.80	530.89	156.52	94.85

7. 风险提示

➤ 终端销售不及预期的风险

公司晚于同行业其他公司清理库存，调整经销商模式，而先行进入调整周期的企业的营业收入和利润早已开始回升。竞争压力可能会对公司的经营状况带来不利的影响。

➤ 依赖贵人鸟单一品牌的风险

公司主营业务收入全部来自贵人鸟品牌产品，因此经营成果极大地受到贵人鸟品牌的知名度、忠诚度和美誉度的影响。尽管公司不断提升贵人鸟品牌影响力，但在单一品牌下，一旦公司未来不能成功维持该品牌的市场形象和地位，将可能对公司的业务、财务状况、经营业绩带来重大影响。

➤ 电子商务等新兴消费模式对传统模式冲击的风险

在互联网时代特别是移动互联网时代，电子商务业务迅速发展，消费者越来越多地选择通过网上直接购买服装产品，电子商务的兴起已经对消费者的消费习惯产生潜移默化的影响；同时新技术与新思维冲击着原有经济形态与商业模式，服装行业传统销售模式正受到流通效率更高、信息传递更快、产品展示功能更丰富的电子商务模式的冲击，电商的爆发使线上线下服装零售渠道的竞争不断加剧。

➤ 体育产业尚未成熟，项目投资回收期较长风险

当前虽然资本市场上众多公司都在积极布局体育产业，但是与发达国家的体育产业相比，国内的体育产业还尚未成熟，市场化程度不高，且某些体育项目的盈利模式尚不清晰，项目投资回收期较长，无法在短期内贡献利润。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1919.65	2040.17	2219.38	2451.19	净利润	312.24	328.17	373.05	438.49
营业成本	1132.16	1216.02	1267.51	1387.67	折旧与摊销	48.29	45.87	49.93	53.63
营业税金及附加	15.21	17.17	18.13	20.33	财务费用	51.18	72.48	70.92	71.08
销售费用	193.31	204.02	239.69	254.92	资产减值损失	11.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.99	142.81	173.11	181.39	经营营运资本变动	-663.30	512.32	-104.33	-11.49
财务费用	51.18	72.48	70.92	71.08	其他	336.91	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	11.67	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	96.99	958.85	389.58	551.72
投资收益	0.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-79.02	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-882.61	-535.74	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	-961.64	-605.74	-70.00	-70.00
营业利润	371.65	387.67	450.00	535.79	短期借款	-286.65	-95.40	0.00	0.00
其他非经营损益	45.99	42.38	43.96	43.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	417.64	430.05	493.97	579.57	股权融资	881.90	0.00	0.00	0.00
所得税	105.40	101.88	120.91	141.08	支付股利	-276.30	-203.72	-214.11	-243.39
净利润	312.24	328.17	373.05	438.49	其他	745.57	-72.48	-70.92	-71.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1064.51	-371.60	-285.03	-314.48
归属母公司股东净利润	312.24	328.17	373.05	438.49	现金流量净额	199.87	-18.50	34.55	167.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1193.27	1174.77	1209.32	1376.56	成长能力				
应收和预付款项	1611.69	1455.66	1577.45	1677.41	销售收入增长率	-20.21%	6.28%	8.78%	10.45%
存货	210.94	226.56	236.16	258.54	营业利润增长率	-28.87%	4.31%	16.08%	19.06%
其他流动资产	427.68	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-26.27%	5.10%	13.68%	17.54%
长期股权投资	0.00	35.74	35.74	35.74	EBITDA 增长率	-23.15%	7.41%	12.81%	15.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	596.99	614.30	627.55	637.10	毛利率	41.02%	40.40%	42.89%	43.39%
无形资产和开发支出	127.11	133.92	140.74	147.56	三费率	20.29%	20.55%	21.80%	20.70%
其他非流动资产	38.01	538.01	538.01	538.01	净利率	16.27%	16.09%	16.81%	17.89%
资产总计	4205.67	4178.97	4364.97	4670.92	ROE	13.97%	13.90%	14.81%	16.16%
短期借款	495.40	400.00	400.00	400.00	ROA	7.42%	7.85%	8.55%	9.39%
应付和预收款项	649.06	592.86	619.64	729.86	ROIC	14.90%	15.62%	18.90%	21.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.54%	24.80%	25.72%	26.95%
其他负债	825.49	825.94	826.21	826.85	营运能力				
负债合计	1969.95	1818.79	1845.85	1956.71	总资产周转率	0.55	0.49	0.52	0.54
股本	614.00	614.00	614.00	614.00	固定资产周转率	3.67	3.59	3.74	4.02
资本公积	838.74	838.74	838.74	838.74	应收账款周转率	1.45	1.63	1.77	1.84
留存收益	782.99	907.44	1066.38	1261.48	存货周转率	7.02	5.56	5.48	5.61
归属母公司股东权益	2235.72	2360.17	2519.12	2714.22	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	103.82%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2235.72	2360.17	2519.12	2714.22	资产负债率	46.84%	43.52%	42.29%	41.89%
负债和股东权益合计	4205.67	4178.97	4364.97	4670.92	带息债务/总负债	65.48%	65.67%	64.71%	61.05%
					流动比率	2.99	2.86	2.95	2.91
					速动比率	2.81	2.63	2.72	2.69
					股利支付率	88.49%	62.08%	57.39%	55.51%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	471.12	506.02	570.86	660.51	每股收益	0.51	0.53	0.61	0.71
PE	70.32	66.91	58.86	50.07	每股净资产	3.64	3.84	4.10	4.42
PB	9.82	9.30	8.72	8.09	每股经营现金	0.16	1.56	0.63	0.90
PS	11.44	10.76	9.89	8.96	每股股利	0.45	0.33	0.35	0.40
EV/EBITDA	46.73	42.37	37.49	32.15					
股息率	1.26%	0.93%	0.98%	1.11%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn