

# 原主业稳定复苏，大体育战略步入良性循环



## 核心观点

- 公司是国内三四线运动休闲品牌领域的领跑者，伴随 2014 年起国内体育行业的全面复苏，公司体育服饰主业盈利稳步增长，经营质量全面提高，我们预计在国内体育行业大发展的背景下，公司原主业未来仍将保持稳定增长。
- 国内体育产业目前正处于发展的黄金时代：“需求增长+政策推动”共助产业发展，特别是体育服务业（以上游赛事和中游传播领域为核心）空间巨大。
- 公司大体育战略升级果断坚决，资源获取过程中执行力强，体育生态圈布局已进入正循环。乘着 14 年的体育产业春风，公司及时果断进行战略升级，明确从“传统运动鞋服行业经营”向“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体育产业化集团”的升级战略。2015 年公司充分利用资本市场平台，先后投资布局了国内体育互联网第一龙头虎扑、收购欧洲知名足球经纪公司 BOY，和大体协、中体协合作设立合资公司进军校园体育产业，同时旗下动域资本也已投资了近 30 个“互联网+”概念的智能运动项目。
- 2016 年起公司在大体育战略上的思路将更清晰，发展也将更加务实，更重视现有资源的协同变现，同时也会积极通过基金平台布局盈利模式清晰的产业资源。从上市公司层面，公司将充分利用 15 年投资布局获得的流量资源与原有体育用品业务（拓展多品牌多渠道业务）对接变现，同时积极寻找其他变现模式；从基金层面，公司投资将更稳健，更偏好盈利模式清晰的标的。
- 与其他 A 股市场大部分体育同行相比，贵人鸟的原主业更健康稳定，与体育服务业的协同性相对更强，也能为战略升级提供更好的现金流保障。同时在资源获取和变现上也更为务实和稳健，中长期看，公司有望成为中国体育产业集团化的龙头企业之一。

## 财务预测与投资建议

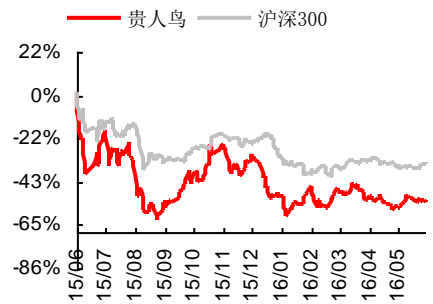
- 不考虑增发与杰之行并表的影响，我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.60 元、0.68 元与 0.74 元，参考体育和鞋服行业上市公司平均估值水平，我们给予公司 2016 年 55 倍 PE 估值，对应目标价 33 元，首次给予公司“买入”评级。

**风险提示：**公司转型失败风险、市场竞争风险、原材料价格和劳动力成本上升风险、电子商务等新兴消费模式对传统模式冲击的风险等。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2016 年 06 月 22 日)	24.78 元
目标价格	33.00 元
52 周最高价/最低价	54.29/19.94 元
总股本/流通 A 股 (万股)	61,400/11,389
A 股市值 (百万元)	15,215
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2016 年 06 月 23 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-2.0	6.7	-11.6	-50.7
相对表现 (%)	-2.6	4.9	-8.7	-18.3
沪深 300 (%)	0.6	1.8	-2.9	-32.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,920	1,969	2,072	2,211	2,410
同比增长	-20.2%	2.6%	5.2%	6.7%	9.0%
营业利润 (百万元)	372	377	427	492	543
同比增长	-28.9%	1.6%	13.2%	15.2%	10.4%
归属母公司净利润 (百万元)	312	332	367	415	453
同比增长	-26.3%	6.3%	10.6%	13.2%	9.2%
每股收益 (元)	0.51	0.54	0.60	0.68	0.74
毛利率	41.0%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%
净利率	16.3%	16.9%	17.7%	18.8%	18.8%
净资产收益率	17.6%	14.4%	15.1%	16.3%	16.8%
市盈率 (倍)	48.9	46.0	41.6	36.8	33.7
市净率 (倍)	6.8	6.4	6.2	5.8	5.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076
	shihongmei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860511010001
联系人	张维益
	021-63325888-7535
	zhangweiyi@orientsec.com.cn

## 目 录

公司概况：三四线市场运动休闲品牌领跑者 .....	4
行业形势：需求增长+政策推动 体育产业发展正当时 .....	5
贵人鸟：鞋服主业持续回暖 体育产业布局进入正循环 .....	11
公司体育业务与部分同行的比较：原主业更扎实 产业整合更务实 .....	18
盈利预测与投资建议 .....	19
风险提示 .....	20

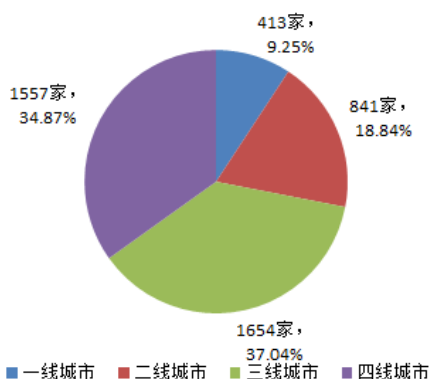
## 图表目录

图 1: 截至 2015 年 12 月 31 日贵人鸟终端零售分布 .....	4
图 2: 2015 年贵人鸟各品类营业收入占比 .....	4
图 3: 2009–2016Q1 公司营业收入及增速 .....	4
图 4: 2009–2016Q1 公司净利润及增速 .....	4
图 5: 2009–2016Q1 公司销售毛利率 (%) .....	5
图 6: 2009–2016Q1 公司期间费用率 (%) .....	5
图 7: 2006–2015 年国内运动服饰行业龙头公司营业收入和净利润情况 .....	6
图 8: 2013–2015 年国内运动服饰品牌龙头公司投入资本回报率 (年化) .....	6
图 9: 体育行业投资机会原因总结 .....	8
图 10: 2012 年中国及全球体育产业对 GDP 贡献情况 .....	9
图 11: 2006 年以来中国体育及相关产业规模及增长率趋势图(单位: 亿元, %) .....	9
图 12: 完整体育产业链 .....	9
图 13: 2013 年中国体育产业构成 .....	10
图 14: 体育用品板块构成 .....	10
图 15: 贵人鸟科技产品 .....	11
图 16: 虎扑体育 2015 年主要业务板块收入及占比 .....	13
图 17: 虎扑体育所处行业地位 .....	13
图 18: 虎扑体育主要收入板块 .....	13
图 19: 首届世界大学生三对三篮球联赛 .....	15
图 20: 2015–2016 中国大学生马拉松联赛 .....	15
图 21: 贵人鸟股份有限公司股权结构 .....	16
图 22: 贵人鸟体育云平台项目 .....	17
图 23: 贵人鸟大体育生态圈 .....	18
图 24: 贵人鸟体育产业战略方向 .....	18
表 1: 国内运动服饰行业主流公司营业收入情况 (亿元) .....	7
表 2: 2014 年国家与各地方政府体育政策 .....	8
表 3: 贵人鸟资本领域运作情况 .....	12
表 4: 动域资本已投部分优质项目 .....	14
表 5: 部分体育产业上市公司战略思路 .....	19
表 6: 盈利预测核心假设 .....	20
表 7: 体育产业可比公司估值 .....	20

## 公司概况：三四线城市运动休闲品牌领跑者

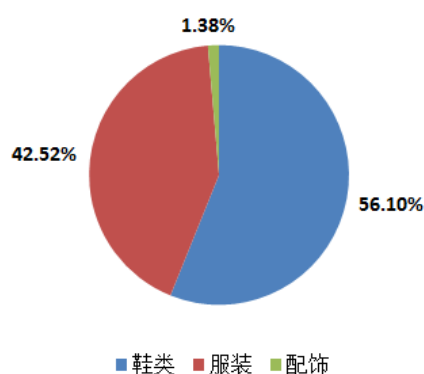
贵人鸟是中国知名的运动鞋服品牌企业，主要从事贵人鸟品牌运动鞋、运动服装的研发、设计、生产和销售，分为“专业运动”和“运动休闲”两大系列，公司产品主要用于消费者进行体育活动、休闲生活的场合穿着。其中运动鞋主要由公司自主生产，运动服装则向外协厂采购。公司主要商标为“贵人鸟”，产品主要面向大众消费市场，渠道重点布局三、四线及以下城市市场。

图 1：截至 2015 年 12 月 31 日贵人鸟终端零售分布



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：2015 年贵人鸟各品类营业收入占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

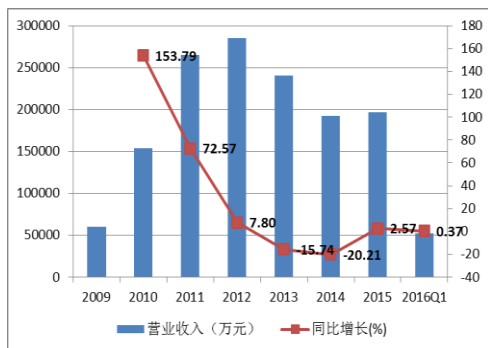
2014 年 10 月国务院出台《关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见》，将体育产业、全民健身上升为国家战略，由此将进一步促进发展我国体育产业，提升民众体育消费，使体育产业成为我国经济新的增长点，完善经济结构，成为推动经济向上发展的重要力量，46 号文明确了到 2025 年基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，市场机制不断完善，体育产品和服务更加丰富，消费需求愈加旺盛，体育产业总规模超过 5 万亿元的具体发展目标。

伴随着国内体育产业黄金时代的开启，贵人鸟在主业基础上对公司的发展战略进行了及时升级，2014 年三季度报中公司明确提出了充分利用上市公司平台，进一步加强对体育产业横向整合力度，构建从“传统运动鞋服行业经营”向“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体育产业化集团”升级的转型方向，确立了“全面满足每一个人的运动需求”的发展目标。

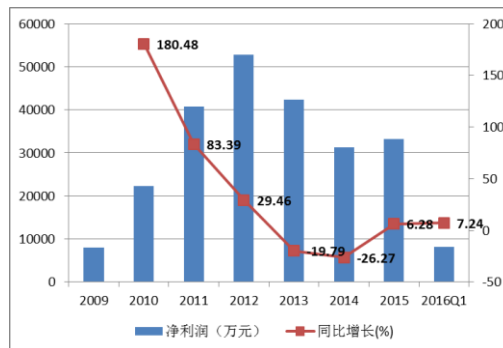
截至 2015 年 12 月 31 日，贵人鸟品牌营销网络已覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，零售终端数量达到 4,465 家，零售终端总面积 34.81 万平方米。2015 年，公司实现营业收入 19.69 亿元，同比增长 2.57%，实现净利润 3.32 亿元，同比增长 6.28%。2016 年一季度，公司实现营业收入 5.25 亿元和净利润 0.82 亿元，分别同比增长 0.37%和 7.25%。销售毛利率和净利率分别为 42.81%和 15.66%，同比下降 1.77%和上升 2%。

图 3：2009—2016Q1 公司营业收入及增速

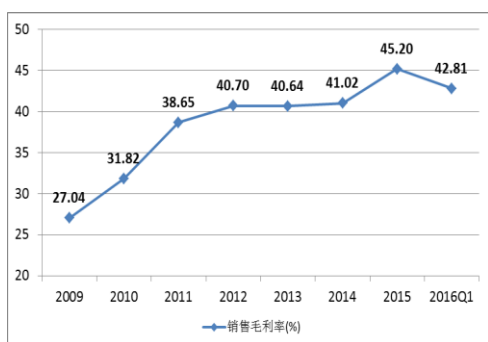
图 4：2009—2016Q1 公司净利润及增速



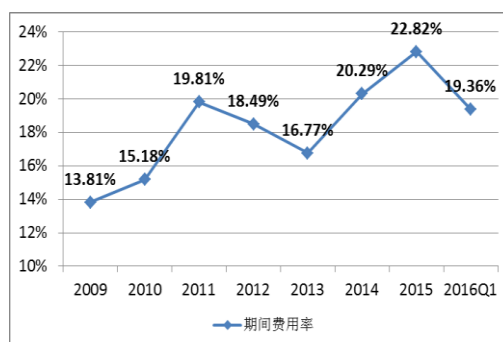
数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 5: 2009-2016Q1 公司销售毛利率 (%)**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 6: 2009-2016Q1 公司期间费用率 (%)**


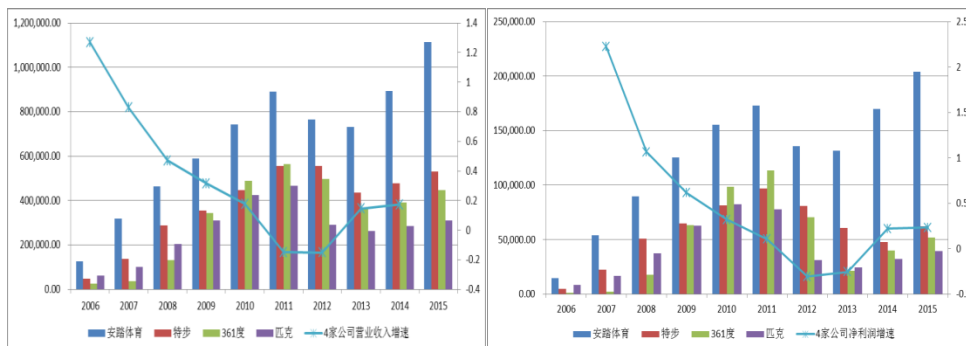
数据来源：Wind、东方证券研究所

公司自上市以来，充分利用自身资本市场平台，积极寻找盈利模式清晰的并购标的进行资源整合，致力于成为中国体育产业集团化的龙头企业之一。公司先后参股虎扑并与其展开深度合作，收购欧洲知名足球经纪公司 BOY，和大体协、中体协合作设立合资公司，进军校园体育产业，定增推动体育云平台建设，动域资本也已投资了近 30 个“互联网+”概念的智能运动项目。通过“产业+产品”，促进相互之间的协调发展，形成良好的互动效应。

## 行业形势：需求增长+政策推动 体育产业发展正当时

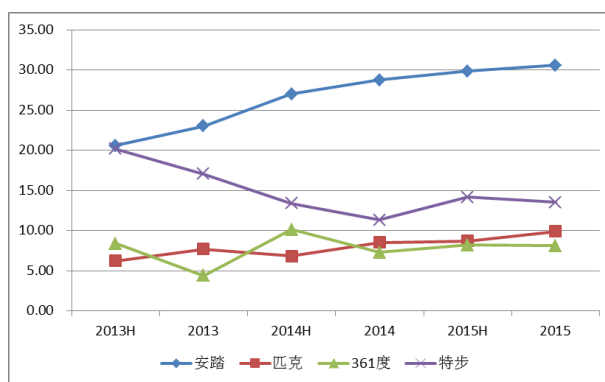
### 1、运动服饰行业开始复苏

国内运动服饰行业于 2008 年发展至巅峰，期间年复合增长率高达 40%。2008 年奥运会之后运动氛围逐渐减弱，消费者需求减弱，行业增速开始放缓，此前积极扩张的政策使得运动服饰行业陷入门店过多，库存高企的困境。尤其是到 2012 年，各大运动品牌纷纷缩减门店，减少订单金额，积极清理库存，行业开始进入深度调整期。2013 年是整个运动服饰行业的最低谷，行业增速处于 3% 的历史低点。

**图 7：2006—2015 年国内运动服饰行业龙头公司营业收入和净利润情况**


数据来源：Wind、东方证券研究所

2014 年起，随着我国人均可支配收入的提高、国家促进体育消费政策的出台，全民运动热情持续高涨，我国城乡居民经常参加体育锻炼的人数百分比明显增加，人均体育消费水平大幅度提高，体育锻炼也逐渐成为一种时尚的生活方式。根据国家体育总局发布的 2014 年全国全民健身活动状况调查显示，2014 年全国经常参加体育锻炼的人数（将每周参加体育锻炼频度 3 次及以上，每次体育锻炼持续时间 30 分钟及以上，每次体育锻炼的运动强度达到中等及以上的人，称为经常参加体育锻炼的人）百分比为 33.9%（含儿童青少年），比 2007 年增加了 5.7 个百分点，在 20 岁及以上人群中，有 39.9% 的人有过体育消费，在体育消费人群中，购买运动服装的人数百分比最高，为 93.9%，从人均消费金额来看，购买运动服装鞋帽 623 元，此结果与 2007 年相比，消费水平增长大于 50%。同时，国内运动服饰行业经过几年的深度调整以后，库存情况已经得到实质性改善，渠道方面也已开始由原来的批发模式转向零售模式，相关公司业绩开始恢复增长，行业至此开始逐渐复苏。

**图 8：2013—2015 年国内运动服饰品牌龙头公司投入资本回报率（年化）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

## 2、行业竞争格局逐渐稳定

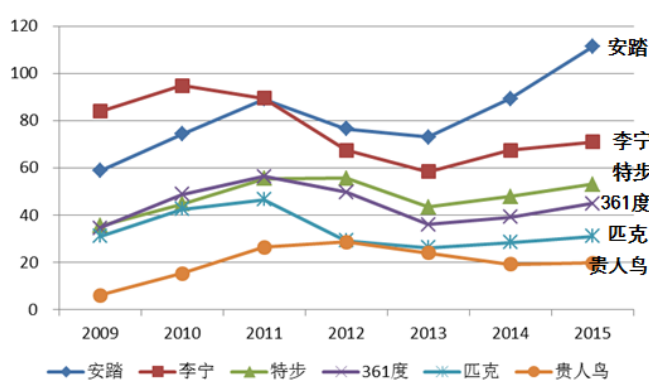
我国运动鞋服行业集中度较高，根据中华全国商业信息中心的统计，2013 年 12 月，全国重点大型零售企业运动服饰销售前十位品牌市场综合占有率合计为 56.9%。国际品牌方面，耐克和阿迪达



斯占有绝对的优势，2015 年阿迪达斯与耐克的市场份额均在 12% 左右，国内品牌则以李宁以及福建系品牌安踏、特步、361 度、贵人鸟等为主流，目前以销售规模来看国内品牌座次基本稳定，依次为安踏、李宁、特步、361 度、匹克、贵人鸟。行业竞争激烈，各大品牌以其相对清晰的定位来捕捉不同消费群体、获取不同的细分市场。专业运动领域耐克和阿迪达斯是毫无疑问的龙头，李宁有个别亮点产品，福建系品牌则主攻大众休闲运动市场。

**表 1：国内运动服饰行业主流公司营业收入情况（亿元）**

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
安踏	111	89	73	76	89	74	59
李宁	71	67	58	67	89	95	84
特步	53	48	43	56	55	45	36
361度	45	39	36	50	56	49	34
匹克	31	28	26	29	47	42	31
贵人鸟	20	19	24	29	26	15	6



数据来源：Wind、东方证券研究所

### 3、体育产业发展正当时 体育服务业空间巨大

**政策支持显现改革红利，有望释放体育产业巨大空间。**随着近年来人们对运动强身健体预防疾病观念的加深、大众运动赛事的普及、竞技体育赛事的职业化推进，国家从政策指引和财政支持两个方面开始增强对群众体育、大众健身的鼓励和支持。2015 年各地方政府配合国务院 46 号文，相继出台了加快发展体育产业实施意见，体育产业作为拉动内需的重要增长点，随着各地政府的配套细则出台，将进入实质性推进阶段。体育“十三五”规划也将重点支持足球项目、冰雪项目和户外运动三个项目。

最近五年，我国陆续出台了近 10 部与体育相关的政策规定，国家对体育产业、大众健身的关注度和重视度越来越高。纵观 20 年来的中国体育相关政策法规，可以清楚地看出国家对体育行业市场机制的约束趋于开放化，涉及领域更加广泛，发展目标更加具体，对体育产业发展的促进和激励也在进一步增强。

**图 9：体育行业投资机会原因总结**


数据来源：东方证券研究所

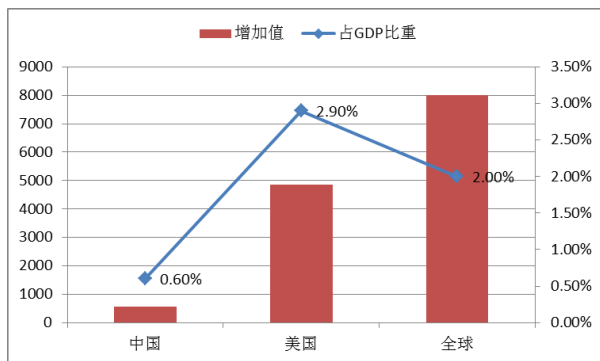
**表 2：2014 年国家与各地方政府体育政策**

政策	颁布机构	主要内容
《国务院关于印发〈国务院关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见〉》	国务院	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。
《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》、《体育总局关于印发“全国性单项体育协会竞技体育重要赛事名录”的通知》和体育总局关于印发“在华举办国际体育赛事审批事项改革方案”的通知》	体育总局	进一步落实“取消体育赛事审批”的制度。全国性体育赛事被分成 4 类：全国综合性运动会、《赛事名录》内的赛事、《赛事名录》外的赛事和特殊项目赛事。《意见》称，体育总局及其各厅司局、直属单位针对此类赛事的审批，一律取消。合法的法律主体（包括全国性单项体育协会）均可以依法组织和承办此类赛事，主办单位自行确定或协商确定举办地点。
《上海市人民政府关于加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》	上海市	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%
《北京市人民政府关于加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》	北京市	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
《广东省人民政府关于加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》	广东省	体育产业总规模超过 9000 亿元，占国内生产总值比重达到 2%左右。
《浙江省人民政府关于加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》	浙江省	体育产业总规模超过 5000 亿元，体育产业增加值在地区生产总值中的比重达到 16%，其中体育服务业增加值占体育产业的比重超过 40%。
《江苏省人民政府关于加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》	江苏省	体育产业总规模超过 7200 亿元，体育产业增加值占比达到 1.6%，体育服务业增加值占体育产业增加值比重达到 50%左右
《山东省人民政府关于加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》	山东省	体育产业总规模超过 6000 亿元。体育服务业增加值占体育产业增加值的比重达到 40%
《福建省人民政府关于加快发展体育产业促进体育消费的实施意见》	福建省	体育产业总规模达到 1 万亿元

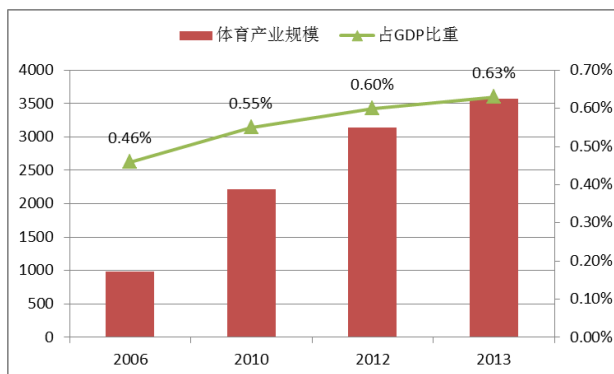


数据来源：公开资料、东方证券研究所

除政策大力扶持之外，本身我国体育产业也处在较为初始阶段。就 GDP 占比来讲，2012 体育产业占 GDP 比重在全球范围约为 2%，而中国只有 0.6%，相较于美国的 2.9% 差距将近 5 倍。2013 年中国体育产业的增加值为 3575 亿元，占 2013 年 GDP 比重的 0.63% 左右。

**图 10：2012 年中国及全球体育产业对 GDP 贡献情况**


数据来源：前瞻网、东方证券研究所

**图 11：2006 年以来中国体育及相关产业规模及增长率趋势图(单位：亿元，%)**


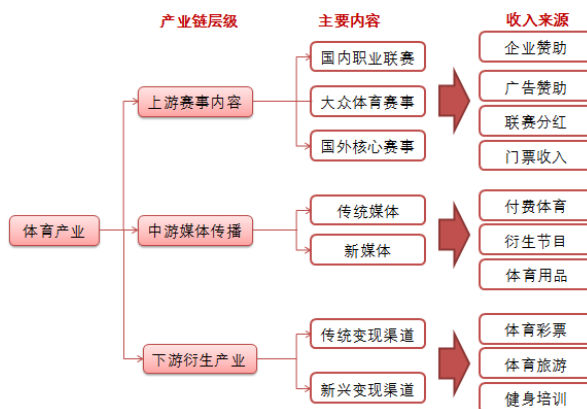
数据来源：前瞻网、东方证券研究所

中国体育人口基数较大，相比于欧美国家“全民健身”的文娱战略，我国的体育人口占总人口比例仍有巨大的上升空间。到 2014 年，我国体育人口占比不到 40%，而欧盟的平均值达到 58%，德国、英国等欧洲发达国家已经接近 70%，美国更是在 2009 年就逼近 80%。

**大众健康意识逐年提升带动全民健身的兴起。**过去十年中，中国城镇居民人均文教娱乐服务消费支出平均增长速度达到 9%，随着国民物质生活水平越来越好，人们开始更多的重视生活质量，注重自身在精神层面的追求和发展，文化娱乐体育健康的消费支出逐年上升，近几年来以足球、马拉松（跑步）、瑜伽、冰雪等为代表的体育运动项目的兴起成为大众体育与全民健身需求迅速膨胀的一个缩影，这其中，中产阶级更强、更稳定的消费力带动了整个大众体育产业的快速成长。

**体育产业以上游赛事资源为基础的核心层，紧密围绕赛事的是中游媒体传播为主的包围层，包括传统电视媒体、互联网新媒体等，下游则是体育相关的衍生产业，为衍生层，整个产业链为紧密联系的三层结构。**作为基础核心的赛事资源包括：国内外重要赛事、职业联赛、大众体育赛事等，如 NBA、中超、马拉松、奥运会等等。中游以往媒体传播以传统电视为主，随着互联网的普及，PC 端、手机端 app 等都成为了不可忽视的传播新媒介；下游体育相关衍生产业则包括体育鞋服、体育器材、体育彩票、保险等等。

**图 12：完整体育产业链**



数据来源：中国产业信息网、东方证券研究所

**体育产业与体育事业互动发展，推动体育消费：**中国的竞技体育过去一直是以“金牌体育”为导向的，带有奥运会的浓厚烙印，因此职业体育并未完全走向社会化、市场化道路。从“体育产业”的内涵看，体育与国民经济的多个行业相互促进、融合发展，如与医疗、卫生、养老、旅游、健身、用品制造、传媒、影视、广告等行业息息相关。从竞技体育到全民健身再到体育产业，这是一个体育外延、影响力、人数不断扩大的过程，最终将形成人均体育消费增加，使得体育成为拉动国家经济增长的重要行业。

**中国体育产业结构失调，体育用品一枝独秀：**我国产业结构分布不甚合理，体育服务业在我国体育产值占比较小；作为体育产值骨干产业的体育用品业正面临国际竞争优势下滑、高科技产品匮乏、缺少有竞争力的国际领袖企业等问题。自2006年以来，我国体育用品行业的制造和销售逐年增加，年均复合增长率达到15.4%。2013年，体育用品增加值占体育产业总产值达到79%，而体育服务业占比不到20%。在体育用品板块中，体育器材与配件制造占比最大，约为30%。

图 13：2013 年中国体育产业构成

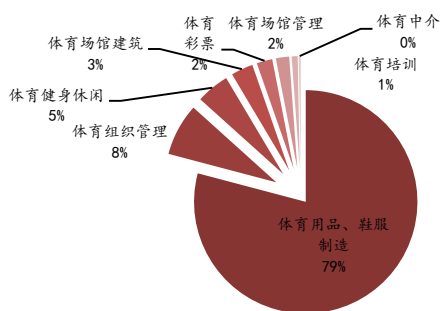
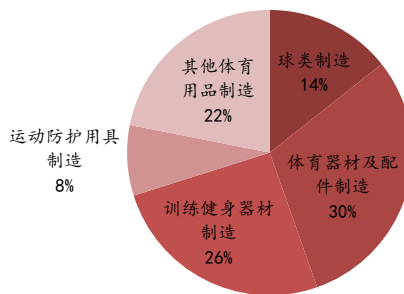


图 14：体育用品板块构成



数据来源：中国体育产业发展报告（2014）、东方证券研究所

数据来源：国家统计局、东方证券研究所

**体育服务业尚未成熟，产业蕴含巨大的发展空间。**在成熟的美国体育产业结构中，服务业占据着举足轻重的地位（占产业份额 1/3 以上），涉及观赏体育、体育赛事推广、体育经纪、休闲体育四大主导产业，覆盖各种赛事、中介、传媒、健身休闲、场馆运营等多个细分市场。随着国内资本的加速介入以及体育产业成熟度的日益提升，围绕职业体育与大众体育相关配套服务的自身需求与商业模式创新将推动体育服务产业市场容量的不断扩充。国务院发布的《关于加快发展体育产业，促

进体育消费的若干意见》中指出，要进一步优化体育服务业、体育用品业及相关产业结构，着力提升体育服务业比重。大力培育健身休闲、竞赛表演、场馆服务、中介培训等体育服务业，实施体育服务业精品工程，支持各地打造一大批优秀体育俱乐部、示范场馆和品牌赛事。我们认为国内体育用品行业已经相对成熟，然而体育服务业才刚刚起步，未来我国体育产业结构将更加合理，体育服务业在体育产业中的比重也会显著提升，体育产品和服务层次将更加多样化、专业化、市场化。

## 贵人鸟：鞋服主业持续回暖 体育产业布局进入正循环

### 1、主业开始复苏 健康度日益提升

随着运动服饰行业的需求改善和库存清理的基本结束，公司主业开始呈现稳步增长趋势。2015 年公司营业收入和净利润分别同比增长 2.57%和 6.28%。公司坚持以消费者为核心、零售为导向的业务升级模式，组建专业团队协助经销商改善经营能力，合理控制经销商订货规模。截至 2015 年年底，公司零售终端数量达到 4465 家，全年公司关闭零售终端 1126 家，新开零售终端 565 家，众多盈利能力较差的零售终端的关闭有利于提高经销商的盈利能力。2015 年末公司存货余额 1.71 亿元，同比下降 19.07%，其中库存商品 0.96 亿元，同比下降 34.02%，库存商品占存货比例为 56.51%，占比同期下降 12.79%，经销商库存清理接近尾声，经销商经营状况已经大有改善。2015 年公司经营活动现金流大幅改善，全年经营活动净现金/净利润之比由 2014 年的 0.31 提升至 1.81，显示公司盈利质量也大为提高。

### 2、注重产品研发 积极尝试多品牌多渠道发展

公司专注于跑步及其他运动功能产品的研发，聘请国内外优秀设计师，为公司的舒适功能诉求“轻”“软”“弹”“透”进行科研设计，产品研发升级迭代，在公司举办的“halo run”发光跑活动中，陆续推出运用公司研发的“泡泡科技”、“迈浪科技”、“荷支撑科技”、“智能芯片鞋”等技术产品的专业装备，为发光跑者提供更舒适、专业的跑步体验。

图 15：贵人鸟科技产品



数据来源：公司官网、东方证券研究所

未来公司将以贵人鸟品牌为基础，以运动项目为核心，以国际专业运动品牌为标的，积极拓展成为多品牌、多市场、多渠道的体育用品公司。6月3日公司公告出资3.83亿元收购湖北杰之行50.05%股份，开启向集合店渠道资源的延伸。杰之行是一家体育运动产品专业零售商，通过线下零售渠道销售国际知名品牌体育运动产品（包括Nike、Adidas、UA、New Balance、Converse等品牌）及自主开发的体育运动产品，门店分布于湖北、湖南、安徽、江西等省份的二三四线城市，截止4月底，杰之行拥有直营零售终端176家，加盟零售终端89家，相较于传统专卖店的单一品牌模式，杰之行的集合店模式具有容纳更多品牌、共享管理和分摊运营成本的优势，消费者体验更佳，有望成为未来购物中心的新宠。通过此次收购杰之行，一方面将进一步增厚公司业绩（杰之行承诺2016年净利润不低于5000万元，三年净利润合计不低于2亿元），另一方面从掌握线下渠道资源入手，为后续多品牌业务的资源对接奠定基础。从契合度上来看，除了对线下渠道商与零售商的收购整合之外，我们预计未来公司也将通过品牌收购、授权、代理等多种方式加快引进海外知名体育品牌，完善多品牌业务线，为消费者提供更加丰富的运动鞋服产品，多品牌策略在满足消费者需求日益多样化的同时，可以对市场的变化更快更积极地做出反应（变换产品组合），降低库存风险，其经营效率将优于单一品类的运动服饰店。

### 3、乘政策东风 积极布局体育服务产业

#### (1) 共享体育人群，由体育用品向服务延伸

公司自2014年下半年明确了向体育产业集团转型升级的战略目标之后，利用上市公司平台，围绕体育产业资源与人群持续快速布局：2015年先后参股虎扑并与其展开深度合作，收购欧洲知名足球经纪公司BOY，与大体协、中体协合作设立合资公司，进军校园体育产业，联合虎扑、景林成立的动域资本也已投资了近30个“互联网+”概念的智能运动项目。15年以来的一系列投资布局反映了公司对体育产业的理解以及大体育生态圈的商业逻辑：基于“全面满足每一个人的运动需求”目标，通过快速执行力先于产业与金融资本绑定核心商业资源，通过生态圈不同公司的对接共享互联网、校园、社会与专业体育人群，为后续不同方式的变现提供深厚的客群基础。

表3：贵人鸟资本领域运作情况

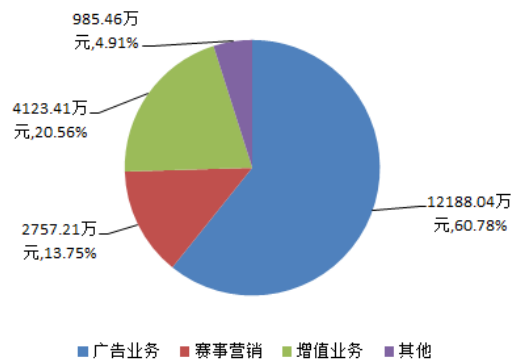
合作对象	合作方式	战略意义
虎扑体育	贵人鸟持股16.11%；合作成立体育产业基金	加大公司对体育产业优质资源的布局，加强线上线下的互动
欧洲知名足球经纪公司BOY	贵人鸟持股30.77%	获取欧洲顶级足球资源，进一步展开体育战略布局
大体协、中体协等	设立合资公司，贵人鸟持股37%	获得校园赛事体育资源，初步形成以资源、内容、媒体为核心，以目标人群为重点的体育产业的布局
景林投资、虎扑体育	合作成立慧动域投资中心	充分发挥虎扑体育、景林投资以及公司的各自优势，加快公司体育产业发展步伐。
湖北杰之行	贵人鸟持股50.05%	开启向集合店渠道资源的延伸

数据来源：公司公告、东方证券研究所

#### (2) 投资虎扑体育与动域资本，绑定1亿互联网与社会体育人群资源

2015年7月公司通过泉晟投资完成对虎扑体育的股权受让和增资，泉晟投资占虎扑体育注册资本的16.11%。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领先的体育网站-虎扑体育网（HUPU.com）和“虎扑看球”APP等体育手机应用。截至2015年底，公司全平台月活跃用户数约4500万，已成为国内活跃用户数量最大的体育平台之一。除了庞大的用户基数，虎扑体育的用户活跃度也领先同业水平。根据chinarank的数据显示，2015年5月至2015年8月以来，“虎扑体育网”人均页面浏览量稳居行业领先地位，在相当长一段时间内远超各大门户网站体育频道和其他垂直类体育网站。

图 16：虎扑体育 2015 年主要业务板块收入及占比



数据来源：虎扑体育招股书、东方证券研究所

2015年虎扑体育营业收入为2亿元，营业利润为2766万元，净利润达到3157万元，同比2014年分别增长41.72%、46.51%和23.38%。虎扑体育主要业务板块包括广告业务、赛事营销和增值业务，主要收入来自于广告，2015年虎扑体育的广告收入为1.21亿元，赛事营销收入为2757万元，增值服务收入为4123万元，分别占比60.78%、13.75%和20.56%。

通过此次对国内互联网体育第一龙头的战略性投资，有利于公司进一步与虎扑体育开展战略合作，增强双方互信，充分利用双方在各自领域的优势，加大公司对体育产业优质资源的布局，加强线上线下的互动，实现双方合作共赢的目的。

图 17：虎扑体育所处行业地位



图 18：虎扑体育主要收入板块





数据来源：公司公告、东方证券研究所

数据来源：公司公告、东方证券研究所

2015年4月公司与虎扑体育以及景林投资共同投资成立了克禧乔公司，其中虎扑体育出资140万元，占注册资本的70%，公司出资40万元，占注册资本的20%，景林投资出资20万元，占注册资本的10%。之后，公司与克禧乔共同投资成立了上海慧动域，其中贵人鸟占合伙资本的99.90%，克禧乔占0.10%。

动域投资在不足一年之内已经完成近30个体育项目的投资，投资范围覆盖智能硬件、健身、体育O2O、跑步和在线增值服务等热点领域，包括智慧运动场（体育场地升级解决方案）、酷玩部落（智能健身产品）、趣运动（运动O2O）、智勤教育（青少年体育教育平台）、虎扑跑步（跑步app）、火辣健身（移动健身）等等一系列“互联网+”概念的智能运动项目。关于对涉足的体育项目的甄选标准，贵人鸟有“三个巨大”和六大项：项目必须有巨大的参与人数基础、巨大的消费潜力、巨大的发展空间；而前期锁定的是跑步、竞走、骑行、足球、篮球、网球这六大项。动域资本给予贵人鸟在争夺体育赛道中强大的助力，充分扩大了消费体系流量入口，提升公司影响力，所投项目带来的联动效用不可限量。

**表 4：动域资本已投部分优质项目**

项目名称	简介
趣运动	为运动人群提供在线订场、活动发布、运动交流等服务，让更多用户体验极速预订运动场馆的便捷，同时也带来新鲜的社交元素。
跑嗨乐	致力于研究音乐与不同运动之间的关系，并为用户提供专业的模板和工具来打造属于自己的运动音乐，让健身的同时能够有一个优秀的音乐体验。
初炼	专注于体育运动健康O2O领域，致力于成为国内最具影响的大众体育运动健康综合服务平台，主要提供羽毛球、网球、游泳、瑜伽、健身、跑步等运动的陪练、私教和随报随学的六人制培训服务。
懂球帝	中国最大的移动互联网足球球迷社区，提供最专业的足球资讯和最实用的看球工具，为球迷提供一站式移动服务的平台。
Onefit	国内最具影响力的私教培训及私教工作室品牌，旗下的教练培训课程体能训练营与私教工作室大会已成为全国健身从业者和品牌经营者实现自我提升的最有效途径。OneFit已在上海、北京、广州、武汉等城市设立连锁门店。
火辣健身	中国第一的互联网健身品牌，为对健身感兴趣有需求的用户提供专业免费的健身视频课程、互动节目和交流社区，同时提供智能化的健身房解决方案。
智慧运动场	智慧运动场是一套利用互联网科技、软硬件集成的体育场地升级解决方案，可以应用于篮球、足球、网球、羽毛球等场地，目前与北京、上海、广州、深圳及其他二三线城市五千多家运动球馆保持合作关系。
虎扑跑步	虎扑跑步是一款设定跑步目标，分享跑步里程，追踪跑步路线的手机软件。能够根据你的运动路线，实时反应出你的运动数据，让你轻松掌握自己的运动量。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

### (3) 入股BOY引入国外优质体育资源，与大体协、中体协合作强势进军校园体育产业

2015年7月4日，公司通过全资子公司贵人鸟香港对BOY投资30.77%的股份（如果2016年BOY公司盈利达到预期，贵人鸟最多可获得其49%的股权）。BOY是西班牙顶尖的足球经纪公司，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



其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。根据 BOY 公司的预测，2016 年 BOY 公司可以实现税前利润 270 万欧元，2017 年、2018 年可实现税前利润 1000 万欧元，公司可以按照持有 BOY 公司的股权比例获得相应的投资收益此外，BOY 积极参与了中超冬季转会，逐步开始涉足国内球员转会市场。贵人鸟通过与其合作来共同整合欧洲的足球产业资源，并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，对公司在体育方向的进一步发展大有裨益。

2015 年 5 月 21 日，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、尤尼斯签署了《合作框架协议书》，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、尤尼斯签署《合作框架协议书》，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。2015 年 11 月 20 日，公司通过泉晟投资增资康湃思网络（视频制作为主）6,525 万元，占 30% 的股份，直接对康湃思体育管理（赛事运营为主）出资 13,522.21 万元，占其注册资本的 37%，直接投资 811 万元获得康湃思体育咨询公司（体育经纪为主）37% 股权，后续公司将通过这三家公司参与运营和变现与大体协、中体协相关的体育资源。

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，并拥有足球分会、篮球分会、排球分会、田径分会、羽毛球分会等 32 个在国家民政部正式备案的分支机构。大体协依靠坚实的学生基础、科学规范的管理模式，以及出色的组织运营团队，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。作为国际大学生体育联合会、亚洲大学生体育联合会的会员单位，中国大学生体育协会积极承办国际大学生体育赛事，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。

**图 19：首届世界大学生三对三篮球联赛**


数据来源：东方证券研究所

**图 20：2015-2016 中国大学生马拉松联赛**


数据来源：东方证券研究所

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，并拥有篮球分会、足球分会、田径分会、排球分会、乒乓球分会等 9 个在国家民政部正式备案的分支机构；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。

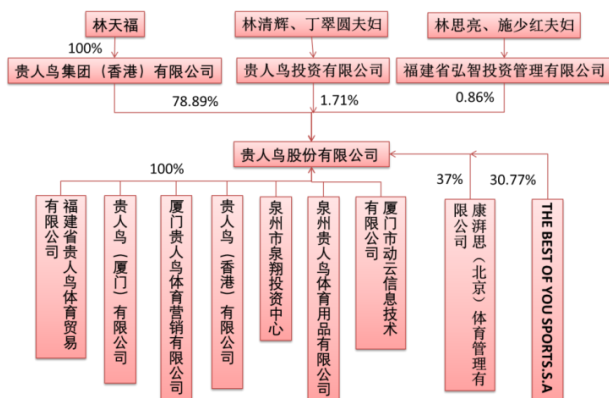
公司与大体协、中体协等的合作在推动我国校园体育的发展的同时，也为继续战略性地布局体育产业加码。通过合作，公司可获得大体协、中体协主办的各项体育赛事的商业推广权、赛事转播权、广告开发权等，同时也有权使用大体协、中体协主办的各项体育赛事的运动员、教练员注册系统、技术统计系统等信息数据库，并有权利用相关数据发掘目标运动员、教练员进行体育经纪业务。由此，公司将获得校园赛事体育资源，初步形成以资源、内容、媒体为核心，以目标人群为重点的体育产业的布局，通过校园赛事活动以及互联网平台覆盖学生群体，结合互联网平台与赛事活动，通过广告、体育经纪、体育用品等完成最终变现，构建完整的体育产业生态链。目前，康湃思参与的 3 对 3 篮球赛已在数十所高校展开，马拉松联赛已举办 10 场赛事，每场参与人次达 7000 人，直接覆盖面达 70 万人次，尽管目前只有广告、赞助收入，但随着赛事运营的不断成熟，影响力的不断加大，未来预计相关衍生领域将成为公司的潜在发力点。

#### 4、股权高度集中，决策执行力强大

林氏家族为贵人鸟的实际控制人，林天福及其一致行动人持股比例高达 81.46%，对公司拥有绝对的控制权。贵人鸟投资有限公司的实际控制人为林清辉、丁翠圆夫妇，林清辉系林天福的弟弟。福建省弘智投资管理有限公司的实际控制人为林思亮、施少红夫妇，林思亮系林天福、林清辉的侄子。

高度集中的股权结构使得公司具备强大的决策执行力。仅 2015 年一年，公司在资本运作方面不断推进，在体育风口到来的关键时刻，坚定地由原来的鞋服企业迈向大体育方向。公司参与设立的动域资本更是在正式成立短短 1 个多月时间内，落实投资项目达 10 余个之多，不仅创造了中国体育产业投资基金的规模之最，也以其“快、准、狠”的特点创造了国内体育基金新的历史。在瞬息万变的资本市场，公司强大的决策力和执行力使其有望在转型体育的道路上实现弯道超车，果断迅速的风格也彰显其在转型道路上的坚定决心。

图 21：贵人鸟股份有限公司股权结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司第一期员工持股计划在 15 年 9 月完成购买，累计购买公司股票 423.49 万股，成交均价 22.48 元/股，1 倍杠杆，覆盖中高层管理人员与核心员工，锁定期 1 年。员工持股计划的实施将充分调动管理层与核心员工的积极性，将公司利益与员工利益有效捆绑，保证公司主业稳健发展的同时，加快向体育产业集团转型的步伐。

## 5、15 亿定增推动鞋服主业整合 加速体育产业布局

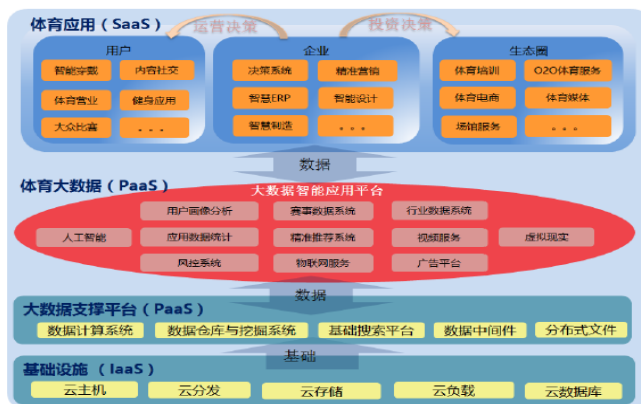
公司拟非公开发行的股票不超过 6,600 万股，募集资金总额不超过 15.4 亿元，计划投资于供应链建设项目、体育云平台建设项目和偿还银行贷款。2016 年 5 月 11 日，公司已对证监会非公开发行股票申请文件反馈意见进行回复。

**(1) 供应链建设。**公司通过建设服装供应链，推行精细化生产，控制产品品质、降低成本，在设计、裁剪、加工等环节中将越来越多地运用到智能技术，保护设计研发成果并使之快速实现产业化，形成高度灵活、个性化、智能化的快速反应体系，提高公司的整体竞争力。

### (2) 体育云平台建设。

公司将围绕体育产业这一核心，以用户、企业、生态圈为着眼点，充分使用互联网最新技术，考虑贵人鸟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。该项目基于公司初步形成并加速发展的大体育生态圈，将积累沉淀体育用户、体育用品、体育赛事、运动场馆、体育 O2O、体育社区、体育媒体、体育电商等全方位大体育数据，通过分享、挖掘、人工智能等技术处理，实现智能设计、智慧制造、智慧仓储和智慧物流，开展海量用户精准营销和推荐。

图 22：贵人鸟体育云平台项目



数据来源：公司公告、东方证券研究所

体育云平台的建设对公司体育战略的落地具有重要的意义：**在业务方面，通过对行业数据的挖掘，公司能够更加准确地把握用户的习惯、喜好与个性化需求，从而为用户提供更加多样化、细分化的产品和服务，并有效地开展大规模精准营销及高效服务，从而持续提升公司的市场竞争力和盈利能力；同时，公司能够通过统一的云平台来聚合生态圈资源，推动大体育产业内的跨界协作，全方位地满足消费者的体育消费需求。二是在产业布局方面，通过体育云平台采集的信息对于公司已投项**

目的投后管理和未来投资决策都具有重要的指导意义。体育云平台的建设和数据应用将有利于公司不断发掘优质项目，实现大体育产业生态圈的持续扩张和健康运转。

## 公司体育业务与部分同行的比较：原主业更扎实 产业整合更务实

在体育产业集团化战略目标的基础上，2015年公司聚焦资源卡位，分别通过虎扑、动域资本、大体协覆盖互联网体育人群、社会体育人群与校园体育人群，通过大体协与BOY涉足校园体育赛事与足球经纪资源，在体育产业资本化元年，公司通过快速并购投资聚集了大量优质的体育人群与商业资源。

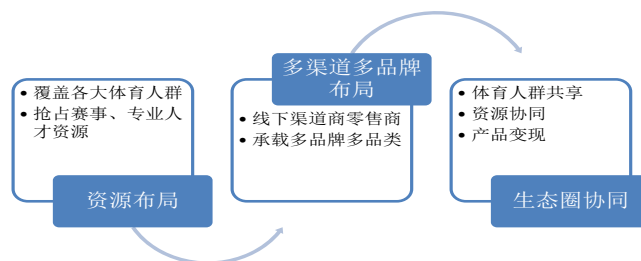
与体育产业其他公司对比，贵人鸟的原主业更健康扎实，大体育战略的整体从2016年起也更为务实，围绕现有资源的变现将成为其中短期的重心之一。体系内现有商业资源通过用户共享实现协同，通过各类赛事活动将流量引导至线下，今年公司将联合大体协、虎扑等合作伙伴，发挥各自优势，在现有的校园马拉松、大学生七人制足球联赛等赛事基础上开发出更多适合校园的赛事活动，促进校园体育发展；把握当前中超联赛持续火爆的有利时机，协助BOY在国内组建专业团队更好的服务于国内外俱乐部和球员。投资方面，以群众体育和全民健身为方向，公司将重点寻找盈利模式清晰的并购标的进行资源整合，继续加强在运动健身、赛事运营、体育游戏、运动营养品、体育旅游、体育经纪、运动器材、体育保险等领域的布局，完善体育产业生态链，重点探索通过体育用品、健身食品、体育保险等产品的销售实现变现，通过多品牌、多渠道（主要为集合店的形式）去承载多品类，而更多的国内外创业型的体育科技公司将由动域资本二期基金继续布局。与体育产业部分上市公司对比，体育用品起家的贵人鸟对体育产业更为专注聚焦，2016年公司围绕体育产业的投资整合策略也更为务实、理性，从业绩角度来看，更为扎实的主业也将为公司贡献稳定的盈利与现金流支持。

图 23：贵人鸟大体育生态圈



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 24：贵人鸟体育产业战略方向



数据来源：东方证券研究所



**表 5：部分体育产业上市公司战略思路**

公司	体育产业投资整合方向	战略定位
雷曼股份	13 家中甲俱乐部商务开发权、赞助葡甲联赛、投资第十二人 APP 与盈方集团、收购华视新文化。	聚焦足球产业，围绕中超+中甲联赛资源进行商务开发。
中体产业	房地产业务加速剥离，回归体育产业，深挖六大体育主营业务：赛事运营、场馆运营、休闲健身、体育经纪、体育彩票与体育设施设计与建设。	国家体育总局旗下上市公司。
莱茵体育	战略合作都邦保险（体育保险）、CCT（冰雪运动）、阿瓦隆（电竞运动）、杭州体育发展集团（浙江女足）、黄龙体育（赛事运营），收购中华网、飞马健身（体育场馆），投资宾果科技（体育彩票）、小斑科技（时尚健身）	打造体育赛事、网络、传媒、金融、教育、地产六大体育平台。
国旅联合	承接十三届冬运会招商、推广、市场开发等工作，收购哈林秀王（体育培训与体育旅游）、盈博讯彩（互联网彩票、体育自媒体、足球社区等），战略合作厦门拳威（泰拳项目），授权电子竞技嘉年华。	战略定位向户外+文化娱乐领域转型。
当代明城	收购双刃剑体育，形成体育营销、体育版权贸易与体育赛事运营三大业务，间接控股 MBS，进军足球市场、经纪与管理业务。	进军大文化产业，涉及影视剧、体育营销、体育赛事运营等业务

资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

- (1) 2016-2018 年新增门店-268 家、-126 家、0 家；
- (2) 2016-2018 年单店销售收入增速分别为 12%、10%、9%；
- (3) 2016-2018 年毛利率分别为 45.2%、45.2%、45.2%；
- (4) 预计公司 2016-2018 年销售费用率分别为 10.29%、10.29%与 10.29%，管理费用率分别为 7.61%、7.61%与 7.61%。

不考虑增发与杰之行并表的影响，我们预计公司 2016—2018 年每股收益分别为 0.60 元、0.68 元与 0.74 元。参考体育行业和鞋服行业上市公司平均估值水平，我们给予公司 2016 年 55 倍 PE 估值，对应目标价 33 元，首次给予公司“买入”评级。作为三四线市场运动休闲品牌领跑者，贵人鸟在保持主业稳步复苏的同时，审时度势，及时将发展战略从“传统运动鞋服行业经营”向“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体育产业化集团”升级，并充分利用自身资

本市场平台实现了资源的快速布局和卡位，未来围绕国内体育产业现将，一方面公司致力于现有资源的整合变现，另一方面公司通过投资基金等形式继续积极寻找盈利模式清晰的并购标的的布局和孵化体育产业的优质资源，我们认为公司未来有望成为中国体育产业集团化的龙头企业之一。

**表 6：盈利预测核心假设**

	2015A	2016E	2017E	2018E
门店	4465	4197	4071	4071
YoY	-11.16%	-6.00%	-3.00%	0.00%
单店收入 (万元)	44.08	49.37	54.31	59.20
YoY	15.47%	12.00%	10.00%	9.00%
营业收入合计 (百万元)	1968.31	2072.24	2211.08	2410.07
综合毛利率	45.20%	45.20%	45.20%	45.20%
销售费用率	10.31%	10.29%	10.29%	10.29%
管理费用率	7.63%	7.61%	7.61%	7.61%
财务费用率	4.89%	3.74%	3.62%	3.56%

资料来源：Wind、东方证券研究所

**表 7：体育产业可比公司估值**

股票名称	2015 年 EPS	2016 年 EPS	2017 年 EPS	2015 年 PE	2016 年 PE	2017 年 PE
探路者	0.51	0.47	0.57	31.33	34.11	27.98
雷曼股份	0.06	0.27	0.38	377.82	80.56	56.67
华录百纳	0.38	0.59	0.75	58.30	36.99	29.43
当代明诚	0.22	0.69	0.87	101.96	32.61	25.69
莱茵体育	-0.42	0.17	0.28	-37.27	92.28	55.62
平均				<b>106.43</b>	<b>55.31</b>	<b>39.08</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所（每股收益取自 Wind 一致预期，估值按照 6 月 17 日收盘价格）

## 风险提示

**1、产业延伸失败的风险。**公司正在推动由“传统运动鞋服行业经营”向“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体育产业化集团”的产业延伸和升级，公司虽多年来一直从事运动鞋服的生产销售，但是在体育产业运营的经验 and 人才储备上尚不足，同时体育产业投入巨大，需要大量的资金支持，公司能否成功转型有一定的不确定性。



**2、市场竞争的风险。**运动鞋服行业竞争较激烈，公司竞争对手既包括耐克、阿迪达斯、安踏、特步等国内外运动品牌，也受到包括优衣库、H&M 等快时尚品牌的影响。

**3、原材料价格和劳动力成本上升的风险。**运动鞋服产品主要原材料包括化工材料、合成皮革与纺织材料等，受能源、棉花价格波动影响，原材料价格存在不确定性，若继续上涨将对本公司成本控制带来压力。

**4、电子商务等新兴消费模式对传统模式冲击的风险。**电子商务的兴起已经对消费者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。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,193	1,678	1,689	1,769	1,928	营业收入	1,920	1,969	2,072	2,211	2,410
应收账款	1,286	1,222	1,347	1,481	1,615	营业成本	1,132	1,079	1,136	1,212	1,321
预付账款	115	108	124	133	145	营业税金及附加	15	17	19	20	22
存货	211	171	204	230	264	营业费用	193	203	213	227	248
其他	638	111	165	175	189	管理费用	145	150	158	168	183
<b>流动资产合计</b>	<b>3,444</b>	<b>3,290</b>	<b>3,529</b>	<b>3,788</b>	<b>4,141</b>	财务费用	51	96	78	80	86
长期股权投资	0	44	44	44	44	资产减值损失	12	50	48	23	18
固定资产	552	543	575	593	604	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	45	71	48	37	33	投资净收益	1	4	6	11	11
无形资产	127	131	124	118	111	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	38	748	639	639	639	<b>营业利润</b>	<b>372</b>	<b>377</b>	<b>427</b>	<b>492</b>	<b>543</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>762</b>	<b>1,537</b>	<b>1,430</b>	<b>1,431</b>	<b>1,432</b>	营业外收入	47	72	70	70	70
<b>资产总计</b>	<b>4,206</b>	<b>4,827</b>	<b>4,959</b>	<b>5,219</b>	<b>5,573</b>	营业外支出	1	3	3	3	3
短期借款	495	603	603	693	817	<b>利润总额</b>	<b>418</b>	<b>446</b>	<b>494</b>	<b>559</b>	<b>610</b>
应付账款	377	316	341	364	396	所得税	105	114	127	144	157
其他	278	703	721	728	749	<b>净利润</b>	<b>312</b>	<b>332</b>	<b>367</b>	<b>415</b>	<b>453</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,150</b>	<b>1,622</b>	<b>1,664</b>	<b>1,785</b>	<b>1,962</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>312</b>	<b>332</b>	<b>367</b>	<b>415</b>	<b>453</b>
应付债券	794	795	795	795	795	每股收益(元)	0.51	0.54	0.60	0.68	0.74
其他	25	25	25	25	25						
<b>非流动负债合计</b>	<b>819</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,970</b>	<b>2,443</b>	<b>2,484</b>	<b>2,605</b>	<b>2,782</b>		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
股本	614	614	614	614	614	营业收入	-20.2%	2.6%	5.2%	6.7%	9.0%
资本公积	839	839	839	839	839	营业利润	-28.9%	1.6%	13.2%	15.2%	10.4%
留存收益	783	931	1,021	1,160	1,337	归属于母公司净利润	-26.3%	6.3%	10.6%	13.2%	9.2%
其他	0	1	1	1	1	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,236</b>	<b>2,384</b>	<b>2,475</b>	<b>2,614</b>	<b>2,791</b>	毛利率	41.0%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,206</b>	<b>4,827</b>	<b>4,959</b>	<b>5,219</b>	<b>5,573</b>	净利率	16.3%	16.9%	17.7%	18.8%	18.8%
						ROE	17.6%	14.4%	15.1%	16.3%	16.8%
						ROIC	11.2%	9.6%	9.8%	10.7%	11.0%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	46.8%	50.6%	50.1%	49.9%	49.9%
						净负债率	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.99	2.03	2.12	2.12	2.11
						速动比率	2.81	1.91	1.97	1.96	1.95
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
						存货周转率	6.9	5.3	5.2	4.6	4.4
						总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.51	0.54	0.60	0.68	0.74
						每股经营现金流	0.16	0.98	0.66	0.64	0.72
						每股净资产	3.64	3.88	4.03	4.26	4.55
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	48.9	46.0	41.6	36.8	33.7
						市净率	6.8	6.4	6.2	5.8	5.5
						EV/EBITDA	30.5	27.7	25.9	22.9	20.9
						EV/EBIT	33.9	30.3	28.4	25.1	22.8

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)