

贵人鸟 (603555)

强烈推荐

行业：休闲服装

产业布局清晰，外延并购加码

核心观点：政策红利、消费升级和资本聚焦撬动体育产业蓝海市场，体育大年存在主题性投资机会；运动鞋服历经4年调整，库存清理到位，渠道整改收尾，业绩企稳回升。贵人鸟布局体育产业战略清晰，力度空前，率先进入校园赛事运营、体育经纪等领域；主业外延并购填补高端品牌空白，深入零售终端管理。短期看体育鞋服做大做强，长期看产业布局变现落地，建议投资者积极关注。

投资要点：

✧ **聚焦体育产业爆发时代。**政策放开体育管制，权利下放促使产业发展提速；资本涌入反哺体育赛事参与主体，构筑良性循环，激发市场活力，体育内容供给端朝气蓬勃；消费升级培育商业变现沃土，体育文化需求从观赏到体验进化，行业打开成长空间。

✧ **运动鞋服行业调整到位，品牌企业率领行业复苏。**行业去库存和关店潮基本结束，发展趋势从开店增长向同店增长转变。大浪淘沙，行业调整阵痛中资源进一步向品牌企业靠拢，集中度提升。

✧ **公司体育产业布局：从战略高度往变现途径下沉。**设立体育产业基金，投资体育科技企业，借力互联网思维；投资体育经纪公司，迎合足球风口，参与中超转会；背靠教育部，抢占校园体育资源；参股虎扑体育，共享产业资源，预期通过资本市场变现。公司资金充沛，持续寻找商业模式清晰投资机会。

✧ **公司主业运动鞋服发展策略：多品牌、多市场、多渠道。**公告收购运动品牌零售商湖北杰之行，切入耐克、阿迪等高端品牌代理，借鉴直营发展模式，深入零售终端管理，批发模式转向零售模式经营策略进一步落地；预计并表之后将增厚公司业绩。

投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，2016年目标价格31.90元。

预测2016-2018年净利润3.54/3.84/4.24亿元，对应EPS0.58/0.63/0.69元。

给予2016年55xPE，目标价格31.90元，距离当前市场价格有25%以上空间

✧ **风险提示：**转型不及预期；市场消费疲软；定增进度；并购整合进度等。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1969	2041	2114	2204
收入同比(%)	3%	4%	4%	4%
归属母公司净利润	332	354	384	424
净利润同比(%)	6%	7%	9%	10%
毛利率(%)	45.2%	45.0%	46.0%	47.0%
ROE(%)	13.9%	14.4%	14.7%	15.3%
每股收益(元)	0.54	0.58	0.63	0.69
P/E	47.28	44.35	40.86	37.03
P/B	6.58	6.37	6.01	5.66
EV/EBITDA	28	26	24	22

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：高驰

S0960116030009

0755-82026810

gaochi@china-invs.cn

6-12个月目标价：31.90

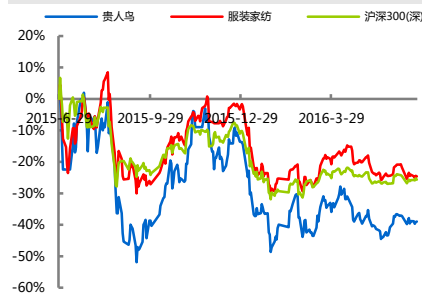
当前股价：24.22

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	614
流通股本(百万股)	114
总市值(亿元)	149
流通市值(亿元)	28
成交量(百万股)	3.76
成交额(百万元)	91.51

股价表现



相关报告

目 录

一、 公司简介：快乐运动，从消费到内容潮流而上	4
1. 品牌发展、股权结构、盈利指标、运营指标	4
2. 经营策略：外延贯穿体育产业链条，主业深耕渠道推动供应链改革	7
二 行业分析：大浪淘沙之后，资本涌入体育内容领域	8
1. 弱周期行业，成熟期品类，调整过后品牌企业复苏	8
2. 政策红利与消费升级驱动资本涌入体育产业蓝海	10
三 公司经营：产业布局清晰，由战略高度转向变现考量	12
1. 成立体育产业基金动域资本，涉足体育科技领域初创企业	13
2. 投资西班牙足球经纪公司 BOY，布局足球经纪业务	13
3. 成立康湃思（北京）体育管理有限公司，进军校园体育赛事运营	15
4. 参股虎扑体育，借力领先体育类垂直媒体	16
5. 并购运动产品零售商湖北杰之行，壮大“品牌+渠道”队伍	17
四 盈利预测：强烈推荐，2016 年目标价格 31.90 元	19
五 风险提示	20

图目录

图 1 公司股权结构	4
图 2 2015 年分产品收入占比	5
图 3 2015 年分地区收入占比	5
图 4 2015 公司盈利能力提升	5
图 5 期间费用率分析	5
图 6 渠道调整下 2015 年坪效恢复增长	6
图 7 存货水平逐渐下降	6
图 8 应收账款水平逐渐下降	6
图 9 2015 年各品牌存货周转率	7
图 10 2015 年各品牌应收账款周转率	7
图 11 2015 年本土运动品牌门店数量	8
图 12 主要本土品牌门店数量趋稳	8
图 13 2014 年运动服饰企业营收恢复增长	8
图 14 2014 年运动服饰企业净利润恢复增长	9
图 15 2010 年中国运动鞋服市场份额	9
图 16 2014 年中国运动鞋服市场份额	9
图 17 体育产业链以赛事运营为核心，涵盖众多行业	10
图 18 主要国家体育产业增加值占 GDP 比重	10
图 19 我国体育产业增加值逐年增长	10
图 20 中超联赛收入快速增长	14
图 21 2014 广州马拉松收入构成	16
图 22 美国路跑比赛收入构成	16
图 23 虎扑体育 2015 营业收入来源	16
图 24 宝胜国际盈利能力提升	18
图 25 耐克在华销售额保持双位数增长	18

表目录

表 1 公司对外投资一览（截至 2016 年 1 季报）	7
表 2 “十二五”以来我国体育产业政策一览	11
表 3 规模以上体育产业基金一览	12
表 4 公司债务工具一览	12
表 5 动域资本部分投资项目情况	13
表 6 2015-2016 冬季转会窗口中超联赛支出第一	14
表 7 2014 年我国各大马拉松赛事门票费用一览	15
表 8 杰之行与宝胜国际核心数据对比	17
表 9 有体育概念的运动鞋服企业估值情况（2016/6/11）	19

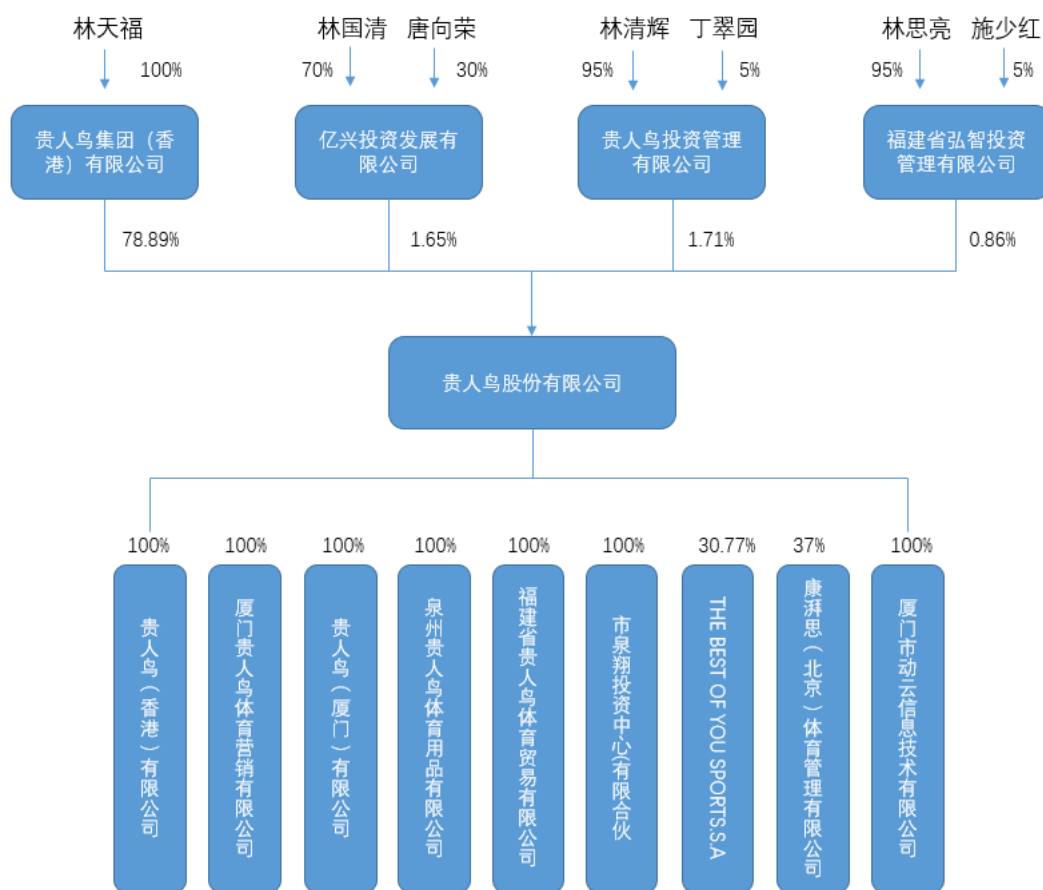
一、公司简介：快乐运动，从消费到内容潮流而上

1. 品牌发展、股权结构、盈利指标、运营指标

公司创立于 1987 年，是晋江系运动品牌代表之一，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。品牌定位于大众消费市场，秉承“快乐运动”理念，风格侧重于运动休闲，生产模式为自主生产和外协生产相结合，渠道以向经销为主，网点主要铺设在国内三、四线城市。

公司是典型的家族企业，股权结构高度集中。首发限售股 5 亿股将在 2017 年 1 月份解禁。2015 年 9 月份公司实施了第一期员工持股计划，购入公司股票 4234927 股，占公司总股本 0.69%，成交均价 22.48 元/股。

图 1 公司股权结构



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2015 年公司实现营业收入 19.69 亿元，同比增长 2.57%；实现归属上市公司股东净利润 3.32 亿元，同比增长 6.28%。净利润增长快于营收主要是因为销售毛利率上升。

公司主营业务收入构成稳定，鞋类收入占比逐年提升。分地区看，公司优势区域是华东地区，营收占比达到 32%，基本保持稳定，主要是因为公司形成了以总部为核心，

辐射全国的营销网络,近年来增长较快的是东北和华北地区,公司品牌认知度不断提升。

图 2 2015 年分产品收入占比

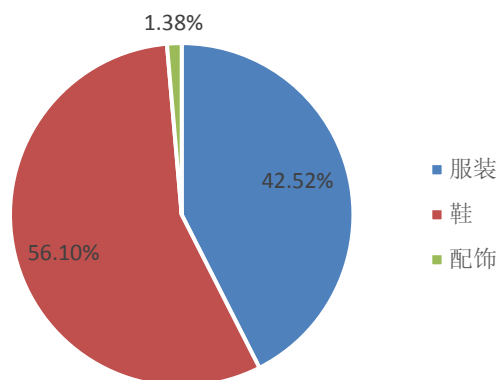
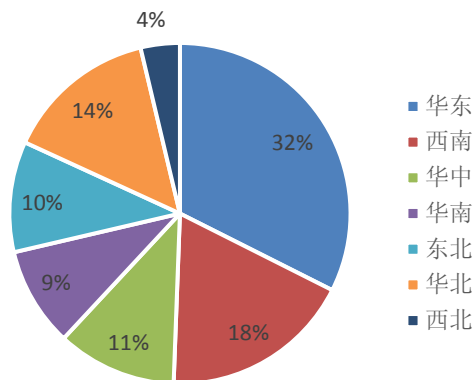


图 3 2015 年分地区收入占比

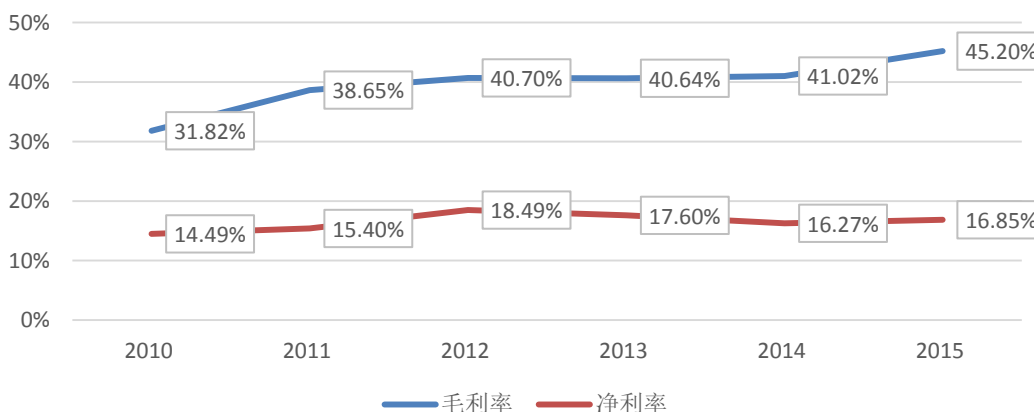


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

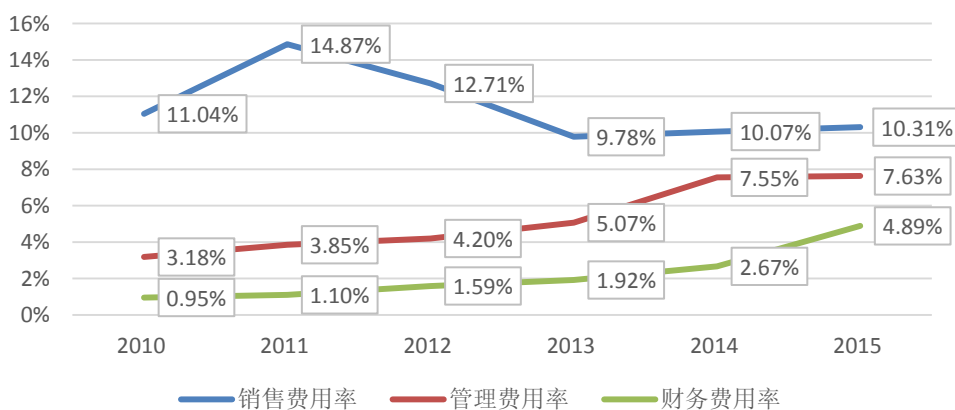
从盈利指标来看,公司 2015 年毛利率 45.20%,同比增长 4.18 个百分点;期间费用率 22.82%,同比增长 2.53 个百分点;净利率 16.85%,同比增长 0.58 个百分点。

图 4 2015 公司盈利能力提升



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 期间费用率分析

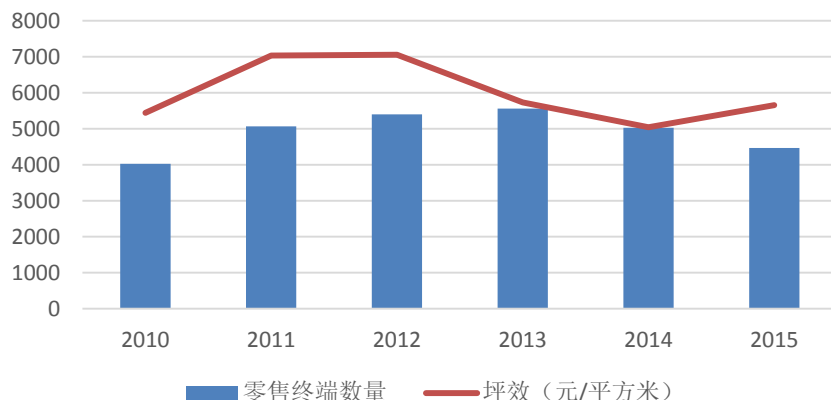


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司 2015 年毛利率大幅上涨，从产品端来看，主要是由于产品成本下降，其中鞋类产品单位售价提升了 4.23%，服装单位成本下降了 12.93%，鞋类单位成本下降了 2.33%。长期以来公司运动服装定价一直较低，产品存在一定的提价空间，通过控制从外协厂的采购成本，本公司服装产品毛利率逐步提升。

2015 年期间费用率上涨主要是因为公司发行债券带来的利息费用上升。

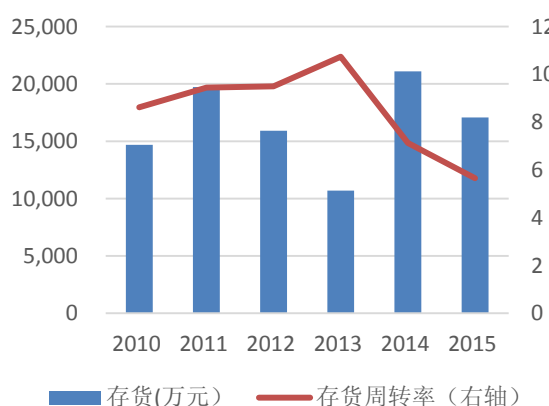
图 6 渠道调整下 2015 年坪效恢复增长



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

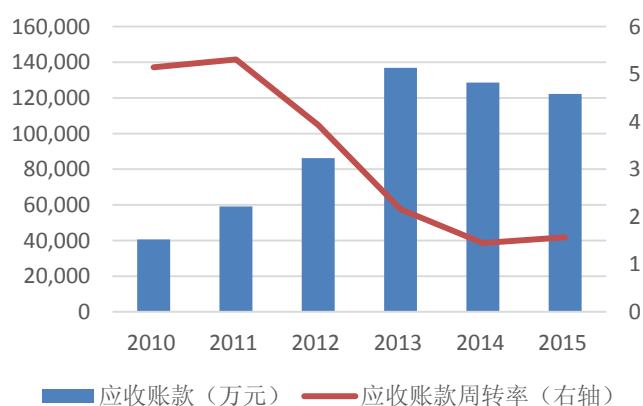
渠道方面，截至 2015 年年底，贵人鸟品牌零售终端数量 4465 家，较去年减少 561 家，坪效 5657 元/平方米，较去年提高 12%。公司重点布局三四线城市，该市场消费者更倾向于国内品牌，零售终端回报率显著高于一二线城市。目前一线城市零售终端 413 家，二线城市 841 家，三线城市 1654 家，四线城市 1557 家。公司体量较小，渠道调整晚于其他品牌，关店主要针对三四线城市中经营不善的网点，到 2015 年调整基本接近尾声。

图 7 存货水平逐渐下降



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 应收账款水平逐渐下降



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

应收账款和存货管理。2015 年公司的存货周转水平略有下降，但比同行业仍有优势，存货绝对值水平下降；应收账款处于历史较高位置，周转率低于同行业水平，系因公司近年来给予经销商较强扶持力度，随着公司从批发模式转向零售模式

经营策略进一步落地,预计到 2017 年应收账款营运指标可以回复到行业平均水平。

图 9 2015 年各品牌存货周转率

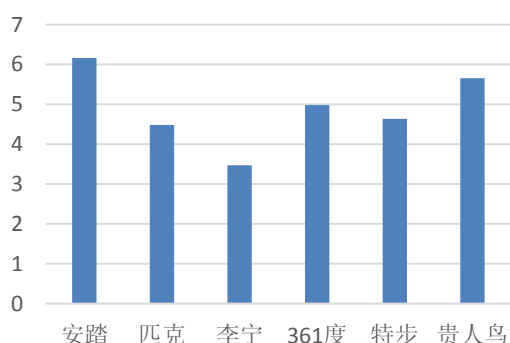
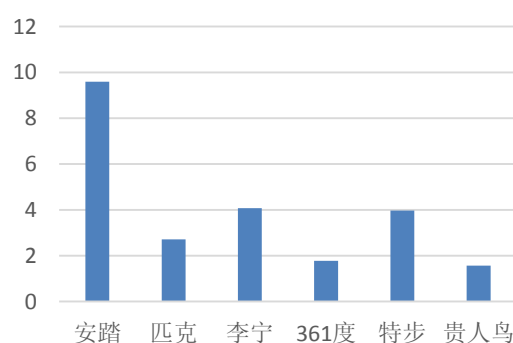


图 10 2015 年各品牌应收账款周转率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2. 经营策略：外延贯穿体育产业链条，主业深耕渠道推动供应链改革

运动鞋服发展趋缓，公司对未来的发展方向做了深入思考。2014 年 10 月，国务院发布《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（以下简称“46 号文”），从国家战略的角度提示体育产业大发展时代的到来，公司随即在 14 年三季报中提出打造“体育产业化集团”战略目标，利用资本市场抢占先机。

随后公司开始了一系列的对外投资，提出以参与人数巨大、消费潜力巨大、发展空间巨大的运动项目为核心，以运动项目爱好者的消费热点为投资布局，以专业赛事为引导，以群体赛事、活动为推动，以体育用品消费为基础，做大做强体育产业。

表 1 公司对外投资一览（截至 2016 年 1 季报）

投资项目	计划出资规模	目前到位	涉及细分行业	占标的比重
动域资本	10 亿元	5 亿元	体育科技创业投资	目标规模 20 亿
西班牙足球经纪公司 BOY	2000 万欧元	1000 万欧元	体育经纪	30.77%
康湃思（北京）体育管理有限公司	13522.21 万元	5500 万元	赛事运营，校园体育	37%
虎扑体育	不适用	23916 万元	体育类媒体	16.11%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

支撑公司战略布局的前提是稳健发展的主业，而提升供应链反应速度是当前提升主业的关键。从上游来看，公司服装生产主要依靠外协厂，但近年来宏观环境不景气导致众多小型生产厂商濒临破产，备货出货能力不稳定影响公司业务开展；从下游来看，以往对经销商批发供货的模式在行业景气度较低的环境下难以为继，公司无法及时准确把握终端销售情况，也无法把握代理商服务质量，供应链过长反应太慢。

为稳定上游供货能力，公司拟通过定向增发募集 5.5 亿用于服装厂房建设，项目年产能约为 1000 万件/年，第一期项目预计于 2017 年完成，释放 200-300 万件生产能力。

深耕渠道管理，下游推进“以零售为导向”的业务发展模式。从消费者需求出发细分产品专业定位，公司原有优势产品是跑步鞋和休闲鞋，今年将重点推进足球鞋研发和推广。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司提出建立“伙伴顾问式”经销商管理模式，制定标准化服务流程，全程参与经销商渠道，零售，商品管理及培训工作，提升终端店铺销售能力，2016 年终端调整门店调整将控制在 200-300 家之间，保持总店铺数在 4000 家以上，将选择在恰当时机启动对经销商渠道的收购，扩大自营店比例，进一步提升公司业绩。

二、行业分析：大浪淘沙之后，资本涌入体育内容领域

1. 弱周期行业，成熟期品类，调整过后品牌企业复苏

服装品类中运动鞋服发展迅速，品牌意识觉醒早，在产品、渠道、营销等各个方面趋于成熟。由于供给端的极度扩张（生产、门店），中国的运动鞋服市场从 2011 年开始步入调整，去库存和关店潮席卷各大品牌，2012 年和 2013 年各品牌企业经历了大幅度的业绩下滑。经过 4 年深度整理，行业进入复苏阶段。

图 11 2015 年本土运动品牌门店数量

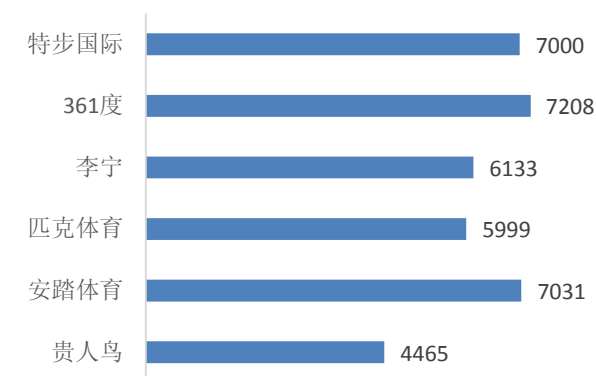
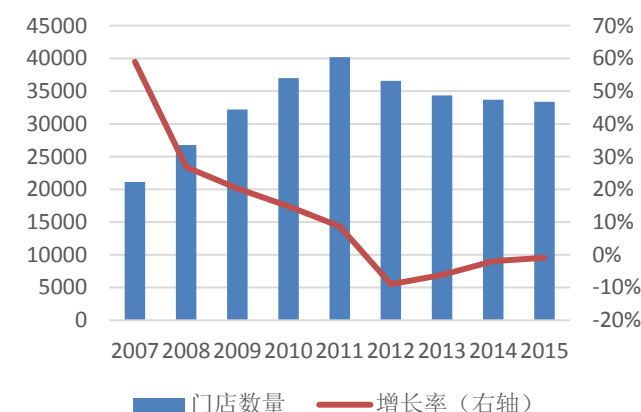


图 12 主要本土品牌门店数量趋稳

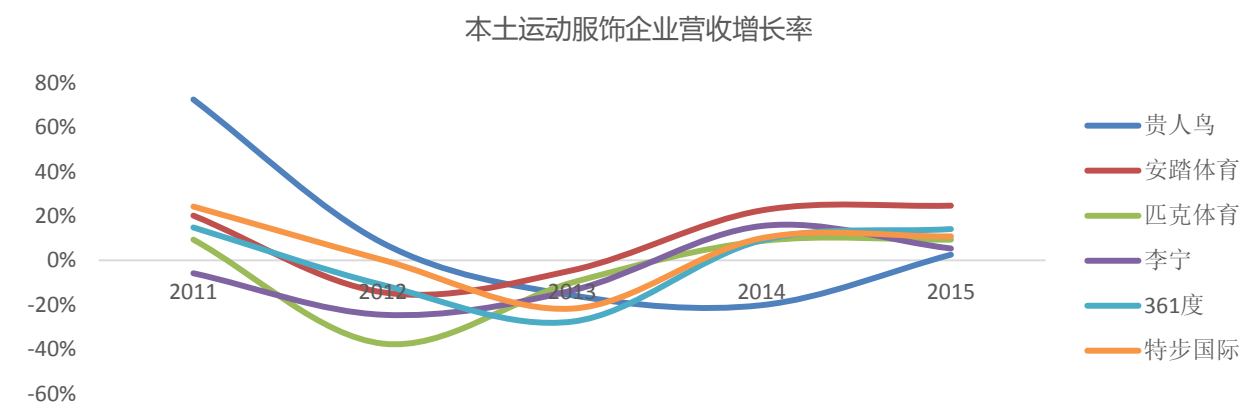


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部 注：数据涵盖安踏体育、匹克体育、李宁、361 度、特步国际 5 家企业

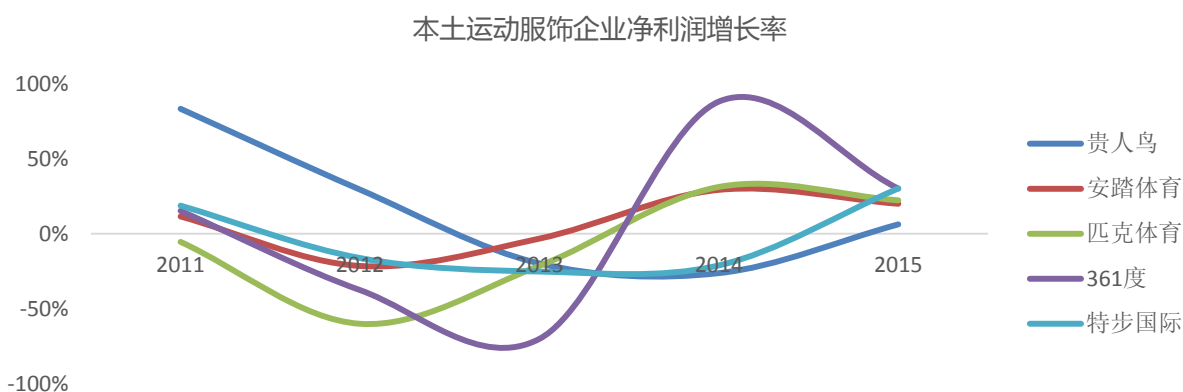
2014 年品牌企业收入和盈利能力恢复增长，2015 年维持稳定。预期未来保持个位数或低双位数平稳增长。

图 13 2014 年运动服饰企业营收恢复增长



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 14 2014 年运动服饰企业净利润恢复增长



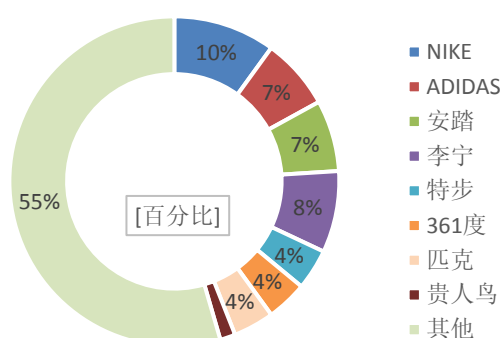
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

市场规模。根据欧睿咨询统计，2007-2011 年我国运动鞋服行业零售额 CAGR 为 15.74%；2012 年和 2013 年运动鞋服零售额增速回落至-1.8%和 0.6%。2014 年运动鞋服零售收入为 1420 亿元，至 2019 年有望突破 2000 亿元，预计 5 年 CAGR 可达 8.3%。

行业集中度高，耐克阿迪稳占龙头地位。许多缺乏品牌认可度和渠道优势的企业在行业调整阵痛中无力支撑，行业集中度进一步提升，马太效应明显，2014 年耐克和阿迪达斯在中国地区运动鞋服的市场占有率合计达到 24%，行业 CR5 更是高达 43%，行业集中度在所有服装品类中稳居榜首。

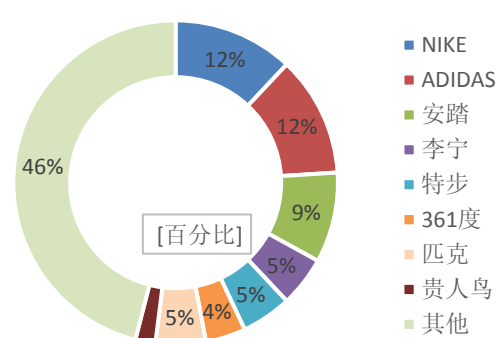
本土知名品牌利用产品定位错开与国际品牌的正面交锋，深耕三四线城市渠道，在渠道下沉趋势中占得先机，保持稳定的市场份额。我们认为，目前体育鞋服品牌壁垒较高，随着大众收入的提高和消费理念的升级，市场上众多杂牌的份额会被蚕食，资源进一步向品牌企业集中。

图 15 2010 年中国运动鞋服市场份额



资料来源：Euromonitor、中国中投证券研究总部

图 16 2014 年中国运动鞋服市场份额

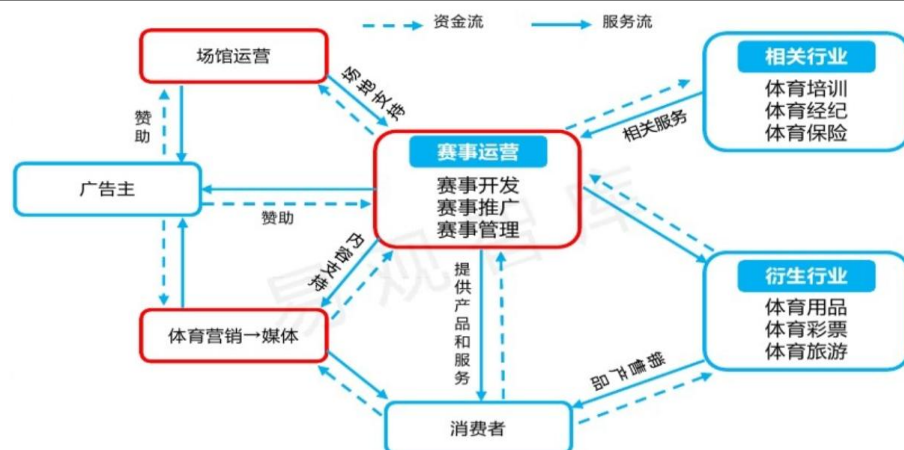


资料来源：Euromonitor、中国中投证券研究总部

2. 政策红利与消费升级驱动资本涌入体育产业蓝海

体育产业是跨行业的融合，整个产业的参与者众多，各细分领域的发展程度不同，但都紧紧围绕产业链核心——赛事运营展开。赛事运营形成内容，通过 B 端（广告主、体育媒体）和 C 端（门票、相关服务、体育衍生品）实现变现。

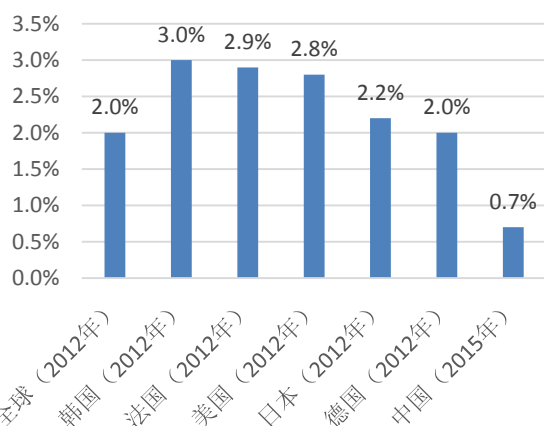
图 17 体育产业链以赛事运营为核心，涵盖众多行业



资料来源：易观智库、中国中投证券研究总部

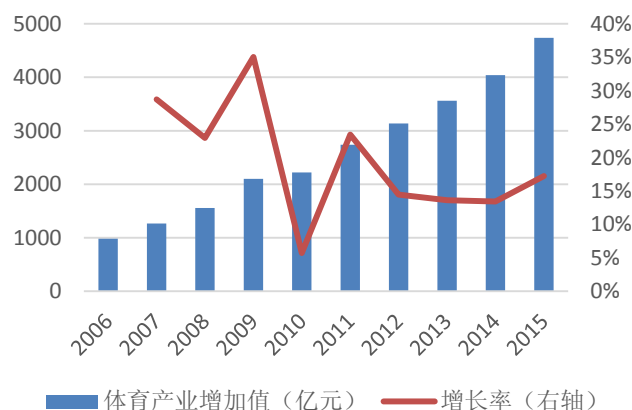
中国体育产业规模小，产业结构长期失衡。国家体育总局预测 2015 年我国体育产业增加值超过 4000 亿元，占 GDP 比例可达 0.7%，尽管有逐年增加的趋势，但仍远低于发达国家平均 1%-3% 的水平（全球平均约 2%），预计到 2020 年将达 1%。从结构上看，2014 年体育用品制造占整个体育产业的比重为 79%，而体育综合服务（赛事运营、场馆运营、体育中介、体育营销、健身培训等）占比仅为 21%，美国在 2014 年体育产业收入中体育综合服务占据 57%。

图 18 主要国家体育产业增加值占 GDP 比重



资料来源：中国产业信息网、中国中投证券研究总部

图 19 我国体育产业增加值逐年增长



资料来源：中国产业信息网、中国中投证券研究总部

随着政策、资本和互联网的介入，体育产业将迎来 10 年黄金发展期。

2014 年国务院发布“46 号文”，首次把促进体育产业发展提升为国家战略，新一

轮体育产业改革就此拉开帷幕。“46 号文”明确指出：到 2025 年，中国体育产业市场规模达到 5 万亿以上（按照 2014 年 13575 亿元的规模推算，年复合增长率需要达到 12.58%），政策核心主要涵盖三大改革措施。

取消赛事审批，加大市场供给。首次取消商业性和群众性赛事审批，赛事全面向社会资本开放，激活体育市场。

放宽转播权限制，促进充分竞争。2015 年，中超全媒体版权、NBA 新媒体版权、西甲全媒体版权，分别被体奥动力、腾讯、苏宁 PPTV 高价购得。

通过市场机制积极引入社会资本投资体育产业。体育产业并购基金不断涌现，阿里巴巴、万达、腾讯、乐视等商业巨头积极参与。

表 2 “十二五”以来我国体育产业政策一览

时间	机构	政策	主要内容
2011 年 4 月	国家体育总局	《体育事业“十二五”规划》	明确了我国从体育大国向体育强国迈进的奋斗目标，为我国体育事业的发展指明了前进的方向。
2012 年 2 月	足球协会	《中国足球职业联赛管办分离改革方案（试行）》	改变中国足协既办赛又监管的现状，成立职业联赛理事会负责实施联赛办赛职能。
2012 年 12 月	国家体育总局	《“十二五”公共体育设施建设规划》	大力加强公共体育设施建设，不断满足人民群众日益增长的体育公共服务需求。
2014 年 9 月	国务院	《部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身》	要坚持改革创新，更多依靠市场力量，加快发展体育产业，促进体育消费，推动大众健身
2014 年 10 月	国务院	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	到 2025 年，中国体育产业市场规模达到 5 万亿元以上
2014 年 12 月	国家体育总局	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》	进一步落实“取消体育赛事审批”制度。
2015 年 8 月	国家体育总局	《中国足球协会调整改革方案》	足协与体育总局脱钩。
2016 年 5 月	国家体育总局	《体育发展“十三五”规划》	到 2020 年，全国体育产业总规模超过 3 万亿元

资料来源：国家体育总局、中国中投证券研究总部

消费升级是体育产业发展的内生动力。在马斯洛需求层次模型中，当人身安全和温饱的需求满足后，人们会追求下一层次的健康。根据国家体育总局公布的数据，2014 年我国体育人均消费 926 元，较 2007 年增长了 52%；经常参加体育锻炼的人数比例达到 33.9%，比 2007 年提高了 5.7 个百分点，但仍然低于发达国家，有着极大的发展空间。中产阶级壮大和代际迭换推动的消费升级将为体育产业的发展提供持续的动力。

资本有逐利的本性，资本的涌入优化并丰富了体育内容的供给，结合互联网和高科技，未来将通过体育消费、体育中介等产业链的中下游进行变现，逐渐探索出清晰的盈利模式。目前国内体育产业仍处于新生阶段，投资周期长、回报率低，资本的涌入带动体育产业整体规模的扩张，但盈利模式和能力却较为滞后，很多资本布局集中在生产体育内容层面，而体育的消费层面和交易层面还没有打开。

表 3 规模以上体育产业基金一览

体育基金名称	创立时间	基金规模
北京智美红土体育文化产业基金	2014 年 6 月	10 亿人民币，首期 1.55 亿
北京市体育发展投资基金	2014 年 12 月	首期 1 亿人民币
动域资本	2015 年 1 月	20 亿人民币
光大体育基金	2015 年初	30 亿人民币
探路者和同体育产业并购基金	2015 年 3 月	3 亿人民币
国旅联合—中和资本设立体育产业并购基金	2015 年 7 月	25 亿人民币
雷曼凯兴体育文化基金	2015 年 7 月	5 亿人民币
无锡双象智慧体育产业投资基金	2015 年 8 月	1 亿人民币
浙江省体育产业基金	2015 年 10 月	50 亿人民币
鸟巢乐视体育文化产业基金	2015 年 11 月	50 亿人民币

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

布局体育产业时机正好。一直以来，举国体制是我国主要的体育制度，政府主导及政策管制较为明显。政府退出、市场突进的改革思路，符合产业发展的趋势和内在要求，为体育产业持续发展开了绿灯。另一方面，消费升级趋势明显，教育程度的提升和收入水平的提高使消费者的文化体育消费需求扩张升级，从原来的观赏性需求增长到体验性需求，体育商业模式变现有了更广阔空间。各路资本涌入体育内容领域，形成良性循环，反哺赛事运营主体，反哺内容传播媒介，反哺运动员，极大地激发市场活力。

三、公司经营：产业布局清晰，由战略高度转向变现考量

公司有强烈的外延并购意向和能力。在夯实主业基础上，公司明确提出充分利用自身资本市场平台，以体育服饰制造为基础，以群众体育和全面健身为方向，积极寻找盈利模式清晰的并购标的进行资源整合，最终成长为中国体育产业集团化的龙头企业。

公司目前账上现金充足，2016 年 1 季报货币资金余额 14.82 亿。5 月份公司股东大会通过了申请发行超短期融资券的议案（15 亿额度，270 天）以及发行非公开定向债务融资工具的议案（10 亿，5 年）。另外 2015 年底公司向证监会提交非公开发行股票申请（6600 万股，拟募集 15.41 亿，目前处于证监会审核阶段）。公司通过资本市场工具不断推进战略布局落地，彰显管理层决心与魄力。

表 4 公司债务工具一览

名称	工具类型	规模	到期日	利率
14 贵人鸟	公司债券（附回售权）	8 亿元人民币	2017 年 12 月	6.80%
15 贵人鸟 CP001	短期融资券	4 亿元人民币	2016 年 10 月 14 日	4.04%
16 贵人鸟 CP001	短期融资券	2 亿元人民币	2017 年 1 月 13 日	3.97%
16 贵人鸟 CP002	短期融资券	2 亿元人民币	2017 年 1 月 13 日	3.97%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

1. 成立体育产业基金动域资本，涉足体育科技领域初创企业

2015 年公司联合虎扑体育以及上海景林投资管理有限公司共同成立体育产业基金动域资本，总规模 20 亿元，公司首期投入 5 亿元已经全部到位。

公司作为一般合伙人进入动域资本，投资标的为国内外创业型的体育科技公司，包括互联网+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。投资团队以虎扑体育董事长程杭为首，均是深耕体育领域和投资领域多年的精英。目前动域资本投资的项目近 30 个。

表 5 动域资本部分投资项目情况

	公司	金额	轮次	投资方	领域	时间
	竞猜猫 北京卡特猫网络科技有限公司	3400 万美元	天使轮	动域资本 去玩资本	赛事分析	2016/5/16
	悦跑圈 广东艾动通信科技有限公司	1800 万美元	B 轮	动域资本	跑步社交	2015/12/1
	超级猩猩 深圳市超级猩猩健身管理有限公司	1000 万人民币	Pre-A	动域资本	智能健身	2015/10/18
	滑雪助手 北京自由地带户外用品有限责任公司	1200 万人民币	天使轮	乐视体育 联想之星 动域资本	滑雪 O2O	2015/10/15
	懂球帝 北京多格科技有限公司	1000 万美元	B 轮	动域资本 力合清源	足球社交	2015/9/16
	初炼 北京人人乐动体育文化发展有限公司	3000 万人民币	Pre-A	动域资本 联想之星 君联资本	户外旅游	2015/7/1

资料来源：网上资料，中国中投证券研究总部

举例来说，悦跑圈定位“社交跑步软件”，以手机客户端为主要平台，已经突破千万用户。产品最大亮点是线上线下联动，首创的线上马拉松每一站参与跑者高达十多万。与其他跑步软件不一样的是，它的定位不是一个工具，而是一个提供体育服务、体育体验的公司。

动域资本从财务投资者的角度出发，在项目成熟时会择机退出。

2. 投资西班牙足球经纪公司 BOY，布局足球经纪业务

The Best Of You Sports, S.A.，是一家西班牙足球经纪公司，成立于 2010 年，2014 年实现收入 146.32 万欧元，实现利润 98.46 万欧元。目前贵人鸟占有其 30.77% 的股份。若 BOY 能够完成确定的税前利润（2015 年税前利润 135 万欧元，2016 年税前利

润 270 万欧元，2017-2018 年税前利润 1100 万欧元)，则贵人鸟最后的持股比例为 43.95%，否则贵人鸟将获得更高的份额。

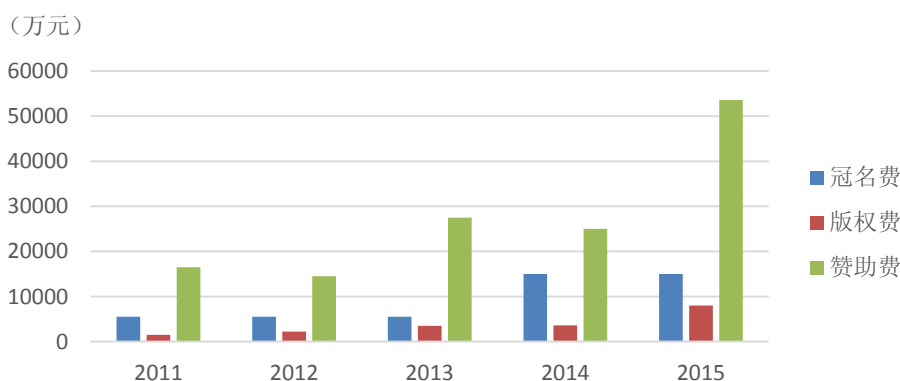
BOY 创始人和高管均拥有皇家马德里俱乐部的背景，背靠西甲市场，并与欧洲其他俱乐部关系深厚。公司通过 BOY 积极参与了 2016 中超联赛冬季转会，未来 BOY 将为中超输送更多的优秀欧洲球员和教练，并寻找机会将国内优秀球员输送到欧洲主流联赛。

经纪人的职能与盈利模式。经纪人作为运动员的代理方，从运动员的利益出发，首先负责运动员转会和薪酬谈判，规划运动员职业生涯；第二是对运动员的公关和形象进行包装营销，帮助球员争取广告代言收益；第三是从法律角度维护运动员的合法权益。

相对应的，经纪人的盈利来源于业务开展中获取的收益分成，包括转会费佣金，运动员薪水提成和商业代言提成。以足球转会为例，经纪人能够得到转会费 10%左右的佣金收入和新合同中 10%左右的薪水抽成，商业代言活动抽成在 10%-20%之间。

中超联赛商业价值急速上升，是运动员经纪业务发展的沃土。2015 年体奥动力以 5 年 80 亿的天价买下中超联赛转播权，为中超联赛注入巨大的活力。按照 2016 赛季中超公司 10 亿转播权收入计算，每支球队通过 4%的股权将得到 4000 万分红，单这一项就远远超越 2015 赛季 1400 万的总分红。

图 20 中超联赛收入快速增长



资料来源：维宁体育、中国中投证券研究总部

政策红利、资金注入以及优秀球员的稀缺性共同催生快速成长的球员转会市场。中超联赛 2015-2016 冬季转会支出额冠绝全球。根据德国转会市场公布的数据，截至 2016 年 2 月 5 日，中超联赛引援支出 2.67 亿欧元，同比增长 147%，超过英超的 2.47 亿欧元，高居榜首，其中江苏苏宁俱乐部 5000 万欧元引入阿莱士-特谢拉是单笔最贵交易。

表 6 2015-2016 冬季转会窗口中超联赛支出第一

联赛名称	总支出 (万欧元)	总收入 (万欧元)	盈余 (万欧元)
中国足球超级联赛	26702	8662	-18040
英格兰足球超级联赛	24729	9075	-15654
意大利足球甲级联赛	8585	10655	2070
中国足球协会甲级联赛	4910	798	-4112
德国足球甲级联赛	4792	4567	-225

英格兰足球冠军联赛	3857	5374	1517
法国足球甲级联赛	3304	4490	1186
西班牙足球甲级联赛	3192	6265	3073
墨西哥足球甲级联赛	3152	1722	-1430
巴西足球甲级联赛	2623	7990	5367

资料来源：德国《转会市场》，中国中投证券研究总部

运动员经纪与体育竞赛职业化、商业化相辅相成。一个充满活力的市场会催生巨大的流动性需求，而经纪人是市场中提供流动性的重要媒介。公司是目前市场上率先布局体育经纪业务的稀缺标的。

3. 成立康湃思（北京）体育管理有限公司，进军校园体育赛事运营

背靠教育部抢占校园体育资源。2015 年 5 月，公司联合中国大学生体育协会（大体协）、中学生体育协会（中体协）、虎扑体育、尤尼斯（北京）体育文化传播有限公司成立康湃思（北京）体育管理有限公司，公司占其注册资本 37%。目前康湃思举办的中国大学生马拉松联赛、校园杯中国大学生七人制足球联赛、全国大学生 3 对 3 篮球联赛等已经在全国多个高校展开，赛事推广、赛事招商等工作正在稳步推进。

旧时，体育赛事运营方作为赛事的组织者，从赛事的承办方（体育主管部门、体育协会、海外权益方）获得赛事的运营权，体育资源和内容受到政府管制多，市场化程度低。“46 号文”的出台取消了对商业性和群众性体育赛事的审批，从制度上给赛事运营扫平障碍。

我们从这两年兴起的马拉松赛事讨论当前赛事运营的商业模式。我国马拉松比赛收入主要来自门票销售、赞助和政府补贴。其中赞助收入占主要部分。门票费用对每名参与者一次性收取。随着越来越多人加入马拉松比赛，门票售价水涨船高。

表 7 2014 年我国各大马拉松赛事门票费用一览

赛事	全程马拉松		半程马拉松	
	中国人	外国人	中国人	外国人
厦门马拉松	80 元	30 美元	50 元	20 美元
大连马拉松	50 元	30 美元	40 元	20 美元
北京马拉松	200 元	100 美元	160 元	80 美元
杭州马拉松	80 元	20 美元	60 元	15 美元
上海马拉松	60 元	200 美元	50 元	150 美元
扬州马拉松	120 元	400 美元	80 元	350 美元

资料来源：腾讯体育，中国中投证券研究总部

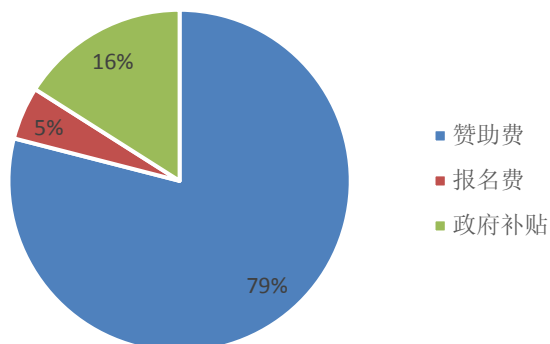
赞助费是向企业收取的广告费。参与人数众多的比赛是企业品牌宣传的重要平台，各种冠名赞助名目层出不穷，根据赛事的影响力和宣传力度的不同赞助费高低不等。

2014 年广州马拉松由智美体育（1661.HK）承办，赛事运营收入 3160 万元，其中赞助商收入 2500 万元，报名费收入约 160 万元，政府补助 500 万元；成本近 2000 万元，主要来自向央视购买媒体转播 400 万元和安保投入 1500 万元，毛利率约 40%。

美国路跑比赛最大的收入通常来源于赛事转播权的出售（与我国当前向央视支付转播费

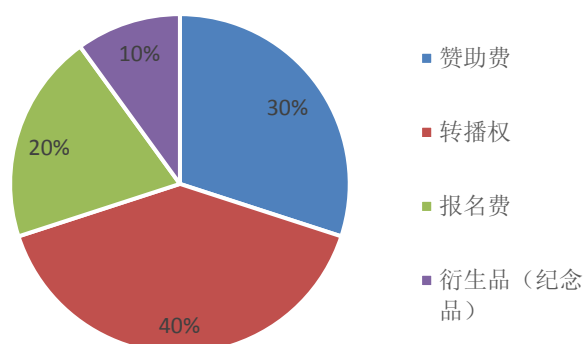
用正好相反)。公司参与设立康湃思(北京)网络科技有限公司,推进校园赛事转播,未来随着各项赛事的成熟和政府管制的放开,赛事运营收入结构将进一步优化。

图 21 2014 广州马拉松收入构成



资料来源：新浪体育、中国中投证券研究总部

图 22 美国路跑比赛收入构成



资料来源：腾讯体育、中国中投证券研究总部

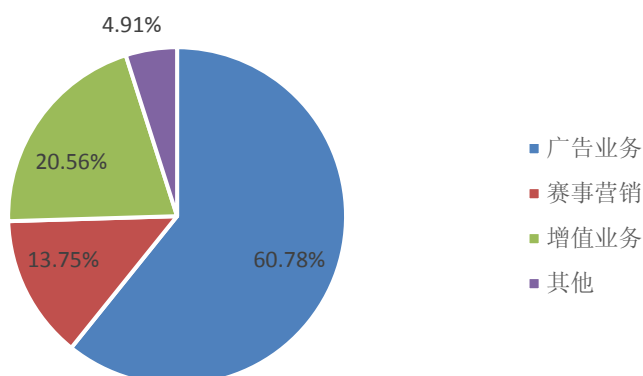
校园体育资源丰富,赛事参与人数众多,公司布局校园赛事运营对其他业务的开展也起到协同作用。以体育经纪业务为例,校园体育孕育了众多欧美优秀运动员。公司参与设立康湃思(北京)体育咨询有限公司,未来将积极布局校园体育经纪、体育培训等业务。

4. 参股虎扑体育,借力领先体育类垂直媒体

2015 年初贵人鸟通过泉晟投资出资 2.39 亿元买入虎扑体育部分股权并对其增资,占有其股本 16.11%,成为第二大股东。虎扑体育 4 月 8 日报送招股说明书,拟登陆上交所。

虎扑的两大平台——“虎扑体育网”和“虎扑体育移动客户端”拥有海量用户数量和超高浏览访问量,依靠极强的用户粘性、互动性,形成了广告业务、赛事营销业务和增值业务等主要收入来源。2015 年公司营业收入约 2.01 亿元,同比增长 41.72%,毛利率 64.33%,净利润 3157.65 万,同比增长 323.38%,净利率 15.75%。

图 23 虎扑体育 2015 营业收入来源



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

广告业务。公司依托网络和移动端平台,为客户塑造品牌、推广产品提供服务。通过覆

请务必阅读正文之后的免责条款部分

盖全体育品类的优质资讯和丰富的广告投放形式与资源，极大地拓展了客户群体。客户所在行业类型趋于多样化，涵盖了体育鞋服、食品饮料、汽车、IT 数码等领域。2015 年广告收入占比增加了 5.23 个百分点

赛事营销。公司深入到线下各种体育赛事活动中。小型体育赛事一般由当地承办商买断具体赛事承办、市场开发、门票销售等业务环节，公司向当地承办商收取一定金额的承办权费用。大型赛事则由公司与当地承办商洽谈商定收益分成比例，共同承担赛事承办、组织、推广等具体工作。2012 年至今公司成功举办过麦迪明星赛、AC 米兰元老赛等多个赛事，得到球迷和各地赞助商高度认可。

增值业务。公司目前主要的增值业务为电商导购业务。

贵人鸟作为影子股东将受益于虎扑体育的快速成长。

5. 并购运动产品零售商湖北杰之行，壮大“品牌+渠道”队伍

主业方面公司明确提出在运动鞋服行业做多，以贵人鸟品牌为基础，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。管理层执行力极强，6 月 3 日公司公告以 3.83 亿元受让湖北杰之行体育产业发展股份有限公司部分股权并对其进行增资。交易完成后公司将持有杰之行 50.01% 的股份、成为其控股股东（目前交易尚需取得商务部同意经营者集中的批复）。以此为标志，公司迈出了做多运动鞋服的实质性一步，通过向高端品牌寻求合作打破原品牌定位壁垒。原股东承诺杰之行 2016 年净利润不低于 5000 万元，三年净利润合计不低于 2 亿元。

湖北杰之行成立于 2007 年，是一家体育运动产品专业零售商，杰之行通过线下零售渠道销售国际体育运动品牌产品以及自主开发的体育运动产品，目前授权经营的品牌有耐克、阿迪、UA、万斯、匡威、New Balance、李宁等。杰之行以直营店为主，截至 2016 年 4 月 30 日，杰之行共有零售终端 265 家，直营 176 家，直营店铺中集合店 44 家，专卖店 40 家（其中耐克 15 家，阿迪 5 家，UA4 家），店中店 85 家，运动城 7 家；加盟零售终端 89 家。杰之行的优势区域在中部地区，未来计划在湖南、湖北、江西、安徽 4 省增加 20 家以上的集合店，通过多品牌集合店的销售扩大和替换单品牌店带来的坪效提升实现业绩增长。

表 8 杰之行与宝胜国际核心数据对比

	杰之行	宝胜国际		杰之行	宝胜国际
营业收入（2015，亿元）	8.17	150.3	门店数量（2016/4/30）	265	7836
净利润（2015，亿元）	0.4	4.19	其中：加盟	89	4943
净利率	4.9%	2.79%	自营	176	2893
PE（LYR）	19.15	24.21	平均店效（万元）	414.72	191.81

资料来源：公司公告、中国中投证券研究

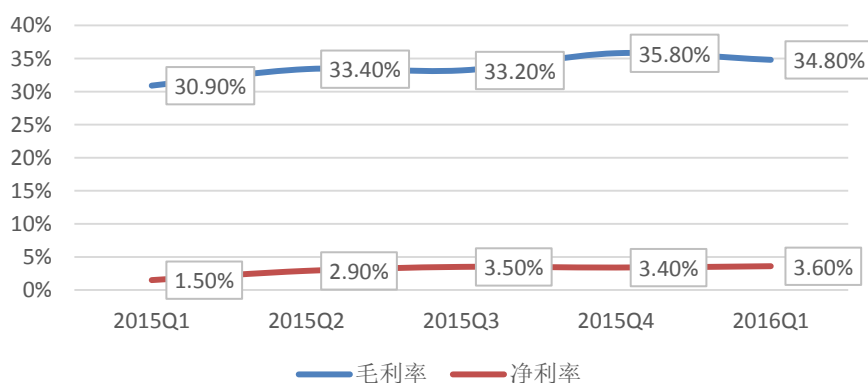
由于收购标的没有公开信息可查，我们参照同行业已上市公司数据加以说明。

宝胜国际（3813.HK）是中国领先的运动服零售商及分销商，主营品牌与杰之行类似，

虽然公司在经营策略上略有差异（以单品牌店为主），但其运营情况有可借鉴的价值。

2015 年宝胜营业收入约合人民币 150.3 亿，同比增长 16.14%，净利润约合人民币 4.19 亿元，同比增长 1287.35%，2016 年 1 季度营业收入约合人民币 40.57 亿元，同比增长 6.89%，净利润约合人民币 1.47 亿元，同比增长 155.72%。

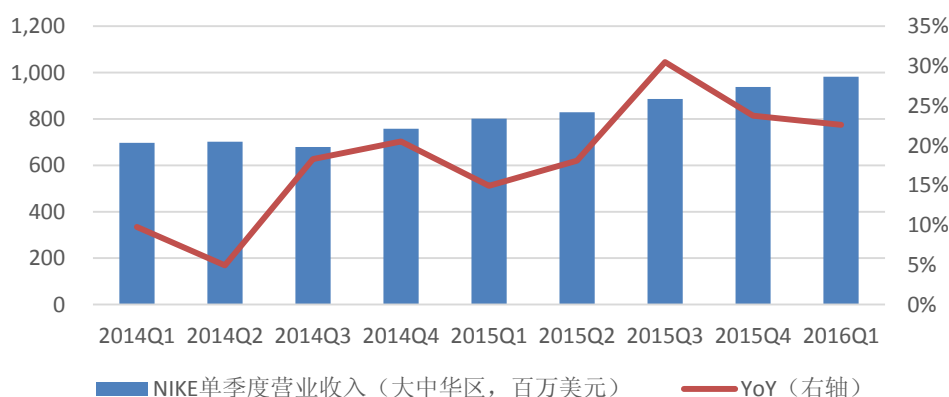
图 24 宝胜国际盈利能力提升



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

耐克和阿迪达斯产品在中国的强劲需求支撑零售商同店销售增长和利润率扩张，而与新品牌（如 UA）的合作成为网络扩张的新增长动力。3 月份耐克宣布 2016 年 3-7 月份来自中国地区的订单额同比上涨了 36%，是 2011 年以来的最高水平，耐克计划于 2015-2020 年在中国市场实现 16% 的销售年均复合增长。阿迪达斯则公布了 2016 至 2020 年在中国开设 3000 家门店的计划。

图 25 耐克在华销售额保持双位数增长



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

我们认为此次收购符合公司多品牌、多市场、多渠道的战略布局，杰之行有优质的渠道资源，与众多品牌的合作也为公司未来引入国际品牌做好铺垫；另外杰之行有丰富的零售经验，对公司进一步深入到终端的管理有许多可借鉴之处；并表之后将直接增厚公司业绩。

四、盈利预测：强烈推荐，2016 年目标价格 31.90 元

关键假设：

营业收入：我们从渠道和产品两个维度测算公司未来营业收入

(1) 假设公司 2016E/2017E/2018E 门店数量分别为 4165(-300)/4065(-100)/4015(-50)，2016E/2017E/2018E 同店增长分别为 10%/5%/5%

(2) 假设鞋类/服装/配饰年均价格增速分别对应 3%/1%/0%，年均销量增速分别对应 3%/2%/0%

加权平均，营业收入 2016E/2017E/2018E 分别对应增速 3.64%/3.61%/4.24%

毛利水平：2016E/2017E/2018E 分别对应毛利率 45%/46%/47%

三费情况：2016E/2017E/2018E 分别对应期间费用率 22.90%/23.20%/22.75%

其中：销售费用率 2016E/2017E/2018E 分别为 10.5%/10%/10%

管理费用率 2016E/2017E/2018E 分别为 7.5%/8%/8.5%

盈利预测：

根据假设进行测算，2016E/2017E/2018E 对应的 EPS 为 0.58/0.63/0.69

(收购杰之行尚未通过商务部审批，暂不考虑并表因素，如果顺利并表，预计 2016E/2017E/2018E 对应的 EPS 为 0.60/0.68/0.76)

目标价格：

2016 年是体育大年，美洲杯和欧洲杯在 6 月份已经拉开帷幕，8 月份即将迎来里约奥运会，炎炎夏日必将掀起一轮体育热潮。贵人鸟作为当前市场中体育产业布局完整，而又有主业稳定支撑的企业，或将受益于主题投资机会。

另一方面公司第一期员工持股计划将在 9 月份到期，成本价 22.48 元/股，有一定安全边际。

对比运动鞋服行业中同样有体育概念的标的，给予公司 2016 年 55 倍 PE，对应目标价 31.90 元，距离当前价格 24.90 元有超过 25%空间，**强烈推荐**评级。

表 9 有体育概念的运动鞋服企业估值情况 (2016/6/11)

	证券简称	PE (TTM, 扣除非经常性损益)	预测 PE (未来 12 个月)
300005	探路者	45.04	33.52
002098	浔兴股份	60.69	44.37
002780	三夫户外	171.33	135.05
	平均值	92.35	70.98

资料来源：WIND, 中国中投证券研究总部

五、风险提示

1 转型不及预期。公司正在推动由传统运动鞋服行业经营向体育产业化集团的战略转型，虽然体育产业发展前景巨大，但是目前商业模式尚未成熟，缺少灵活变现的途径。另外公司在体育产业运营的经验和人才储备上较为不足，同时项目投入巨大，需要大量的资金支持，转型能否成功存在不确定性。

2 市场消费疲软。当前运动鞋服行业景气度仍然较低，市场竞争激烈，竞争对手耐克、阿迪达斯、安踏、特步等实力强劲。公司目前主要依赖贵人鸟单一品牌，品牌影响力下降将对公司业务带来不利影响；公司以经销商模式为主，无法保证其能够在签订经销合同后完成约定销售目标。

3 定增进展不及预期。市场下行趋势下监管机构对定增项目监管趋严，项目审批进度趋缓。

4 并购整合不当。公司缺乏零售终端管理运营经验，并购零售商之后整合资源并形成合力需要一定的时间。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3290	3694	3884	4023
现金	1678	2143	2432	2637
应收账款	1222	1165	1099	1045
其它应收款	1	2	2	2
预付账款	108	112	114	117
存货	171	171	153	136
其他	110	102	83	86
非流动资产	1537	1634	1590	1539
长期投资	44	94	94	94
固定资产	543	535	507	470
无形资产	131	128	126	123
其他	819	876	863	852
资产总计	4827	5328	5474	5562
流动负债	1622	2049	2039	1971
短期借款	603	1000	1000	900
应付账款	316	351	346	360
其他	703	698	693	712
非流动负债	820	817	822	821
长期借款	0	0	0	0
其他	820	817	822	821
负债合计	2443	2866	2862	2793
少数股东权益	0	0	0	0
股本	614	614	614	614
资本公积	839	839	839	839
留存收益	931	1009	1160	1317
归属母公司股东权益	2384	2462	2612	2769
负债和股东权益	4827	5328	5474	5562

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	599	591	631	667
净利润	332	354	384	424
折旧摊销	47	50	52	53
财务费用	96	99	109	95
投资损失	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	93	124	87	107
其它	35	-31	3	-8
投资活动现金流	-556	-151	0	0
资本支出	82	0	0	0
长期投资	-315	151	0	0
其他	-790	-0	0	0
筹资活动现金流	215	24	-342	-462
短期借款	108	397	0	-100
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	108	-373	-342	-362
现金净增加额	259	465	289	205

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1969	2041	2114	2204
营业成本	1079	1122	1142	1168
营业税金及附加	17	17	18	19
营业费用	203	214	211	220
管理费用	150	153	169	187
财务费用	96	99	109	95
资产减值损失	50	20	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4
营业利润	377	419	459	508
营业外收入	72	57	59	63
营业外支出	3	2	3	2
利润总额	446	474	515	568
所得税	114	120	131	145
净利润	332	354	384	424
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	332	354	384	424
EBITDA	521	568	620	656
EPS (元)	0.54	0.58	0.63	0.69

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	2.6%	3.6%	3.6%	4.2%
营业利润	1.6%	11.0%	9.5%	10.8%
归属于母公司净利润	6.3%	6.6%	8.5%	10.3%
获利能力				
毛利率	45.2%	45.0%	46.0%	47.0%
净利率	16.9%	17.3%	18.2%	19.2%
ROE	13.9%	14.4%	14.7%	15.3%
ROIC	26.2%	32.0%	39.6%	48.8%
偿债能力				
资产负债率	50.6%	53.8%	52.3%	50.2%
净负债比率	24.68%	34.89%	34.95%	32.23%
流动比率	2.03	1.80	1.90	2.04
速动比率	1.91	1.72	1.83	1.97
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.40	0.39	0.40
应收账款周转率	1	2	2	2
应付账款周转率	3.11	3.36	3.28	3.31
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.58	0.63	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.96	1.03	1.09
每股净资产(最新摊薄)	3.88	4.01	4.25	4.51
估值比率				
P/E	47.28	44.35	40.86	37.03
P/B	6.58	6.37	6.01	5.66
EV/EBITDA	28	26	24	22

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义**公司评级**

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。
高驰,中投证券纺织服装行业研究助理，香港城市大学应用经济学硕士，中山大学岭南学院金融学学士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434