

体育产业系列报告之一：从击剑培训到构建大体育服务平台

——万国体育（837629）深度报告

分析师：姚磊

SAC NO: S1150516080003

2016年09月09日

传媒——体育健身

证券分析师

姚磊

022-23861319

bhzyao@sina.cn

助理分析师

投资要点：

● 击剑—好的体育运动，好的培训产品

击剑是从古代西欧剑术决斗中发展起来的一项体育项目，它结合优雅的动作和灵活的战术，要求运动员精神的高度集中和身体的良好协调性，体现出运动员良好的动作和敏捷的反应。总体分析，我们认为击剑运动培训具有高效、高壁垒、高黏性、高客单价的自然属性，具有很强的商业化运营潜力。

● 万国体育：国内击剑培训的绝对龙头

万国体育成立于 2006 年，公司主营业务为击剑运动培训、击剑赛事举办、击剑装备销售，其中最为重要的是击剑运动培训业务。公司是国内领先的击剑培训机构，场馆数量、场馆面积、剑道数量、教练员数量、会员数量等各项指标均位居行业首位。进入 2016 年，万国体育通过打造上海万国体育中心项目，实现了由单一击剑培训向综合性体育培训平台的跨越，由此大大延展了公司未来的发展空间，已经迈入公司发展的新阶段。

● 体育培训行业市场空间广阔

目前我国人均体育消费绝对水平偏低，且比例较不合理，以运动服装、运动器材等实物消费为主，在赛事及健身服务领域的消费水平偏低，因此未来以顶级 IP 为带动的体育消费是我国体育产业整体能否快速发展的关键。从行业空间的角度来看，国内体育培训行业具有很大的发展空间，其产业空间大、可持续性极强的特点决定了其在中长期内都将是国内的重要朝阳产业。从行业发展空间来看，按照 2015 年我国体育培训市场约为 240 亿元的基数计算，我们预计 2015-2025 年体育培训行业年化增长率约为 42%。进一步细分来看，在体育培训业中青少年培训占比一般约为 60%，因此到 2025 年我国青少年体育培训市场容量将达到 4500—5400 亿元。在击剑培训市场规模方面，我们估算 2015 年国内击剑培训市场规模约为 15 亿元左右，而到 2020 年击剑培训在北上广深青少年的渗透率达到 0.8%-1.0% 的假设条件下，国内击剑培训的规模将达到 26-33 亿元左右，整体的年复合增长率约为 17.08%。

● 盈利预测与投资评级

我们认为一方面国内体育培训行业具有空间大、可持续性强的特点，另一方面公司多年来在国内击剑培训领域处于绝对龙头地位，对于体育培训行业的探索和积淀在产业内独树一帜，教练管理团队以及营销团队均在行业内具有极强的竞争优势，盈利能力较为出色，在国内同行业中处于领先地位。同时公司正在逐步通过开展击剑、篮球、舞蹈等多种项目培训，其与上海万国体育中心大馆的深度结合进军体育场馆运营领域，对于体育培训和场馆运营的深厚积淀将促使后续新增项目的落地对公司业绩贡献度保持快速提升，后续内容的持续复制能力强、前景广阔。我们看好万国体育的综合性体育服务平

评级：

增持

最近半年股价相对走势

相关研究报告

台的发展战略，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 6.22、17.83 和 22.33 元/股，首次覆盖公司，给予“增持”的投资评级。

财务摘要（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	124	141	226	535	807
(+/-)%	21.28%	14.19%	59.79%	136.93%	50.89%
经营利润（EBIT）	18	36	49	140	175
(+/-)%	76.83%	91.11%	35.14%	182.84%	22.83%
净利润	14	26	36	104	130
(+/-)%	81.71%	89.29%	39.18%	186.52%	25.22%
每股收益（元）	6.52	4.47	6.22	17.83	22.33

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	9	15	60	311	440	营业收入	124	141	226	535	807
应收票据及账款	0	0	3	8	11	营业成本	53	50	85	198	314
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	4	4	7	16	25
预付款项	2	2	11	27	39	销售费用	22	25	44	96	146
其他应收款	70	6	70	127	159	管理费用	26	26	44	112	177
存货	2	3	6	15	18	财务费用	1	1	0	-3	-7
其他流动资产	1	1	1	1	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	1	0	0	0
固定资产	3	3	3	3	0	其他经营损益	0	-1	-1	-1	-1
在建工程	0	0	0	0	0	营业利润	18	36	49	140	175
投资性房地产	0	0	0	0	0	其他非经营损益	0	-1	-1	-1	-1
无形资产	0	0	0	0	0	利润总额	18	35	48	139	174
长期待摊费用	7	3	0	0	0	减：所得税	5	9	12	35	43
资产总计	50	88	157	492	673	净利润	14	26	36	104	130
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	14	26	36	104	130
应付票据及账款	11	3	20	33	51	少数股东损益	0	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	6.52	4.47	6.22	17.83	22.33
预收款项	59	71	137	354	386	稀释每股收益	6.52	4.47	6.22	17.83	22.33
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他应付款	1	1	1	1	0	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	21.3%	14.2%	59.8%	136.9%	50.9%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	76.8%	91.1%	35.1%	182.8%	22.8%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	81.7%	89.3%	39.2%	186.5%	25.2%
负债合计	30	41	158	388	438	盈利性					
股东权益合计	37	24	61	165	295	销售毛利率	57.3%	64.8%	62.4%	62.9%	61.1%
现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	销售净利率	11.2%	18.5%	16.1%	19.5%	16.2%
净利润	14	26	36	104	130	ROE	36.7%	39.9%	30.3%	27.4%	24.6%
折旧与摊销	4	0	3	3	0	ROIC	63.71%	93.40%	344.67%	2908.88%	-88.82%
经营活动现金流	92	0	44	248	122	估值倍数					
投资活动现金流	8	0	-1	-1	-1	PE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	-30	0	1	4	8	P/S	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净变动	71	0	44	251	129	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
期初现金余额	15	0	15	60	311	股息收益率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
期末现金余额	84	0	60	311	440	EV/EBITDA	-0.4	-0.4	-1.1	-2.2	-2.6

目 录

1.击剑：世界上“最优雅”的运动.....	6
1.1 击剑的发展历史.....	6
1.2 击剑运动在我国的发展.....	7
1.3 击剑运动的优势.....	8
1.4 击剑培训的优势.....	10
1.5 击剑培训的壁垒.....	10
1.5.1 技术壁垒	11
1.5.2 人才壁垒	11
1.5.3 品牌壁垒	11
2.万国体育—国内击剑培训领域的绝对龙头	11
2.1 公司概况与组织架构.....	11
2.2 公司股本情况	12
2.3 公司主营业务情况.....	13
2.3.1 击剑运动培训.....	13
2.3.2 击剑赛事举办业务.....	18
2.3.3 击剑装备销售业务.....	19
2.4 万国体育正在迈入 2.0 时代.....	21
3.行业分析：行业空间广阔，政策大力推进.....	23
3.1 国内体育产业结构失衡，发展空间巨大.....	23
3.2 政策强力推动，简政放权助力行业变革.....	25
3.3 体育培训行业为产业根本，空间广阔.....	26
3.4 国内体育培训市场整体空间测算.....	28
3.4 击剑培训的市场空间测算.....	29
4.公司财务分析	30
5.盈利预测与投资评级	32
6.风险提示	34
投资评级说明	35

图 目 录

图 1: 击剑是一项非常优雅的体育运动	6
图 2: 击剑的历史十分悠久	6
图 3: 保护衣具的引用大大促进了击剑运动的发展和普及	7
图 4: 击剑对于女性以及青少年都具有很好的运动效果	9
图 5: 万国体育经过十年的耕耘, 成为我国击剑运动培训的龙头	12
图 6: 公司的股权结构图	13
图 7: 公司击剑培训规模在国内处于绝对领先的地位	14
图 8: 万国体育的击剑培训与组赛收入业务收入增长率	18
图 9: 万国击剑比赛为培训业务创造了更高的黏性	19
图 10: 万国体育的销售配套装备收入业务收入增长率	20
图 11: 万国体育中心成为体育培训和健身内容的新型业态平台	21
图 12: 万国体育的平台化发展如箭在弦	22
图 13: 我国体育产业占 GDP 严重落后于全球平均水平	23
图 14: 近年来我国体育产业增加值稳步上升	23
图 15: 体育产业的一般结构分布	24
图 16: 我国体育结构发展失衡较为严重	24
图 17: 国内体育人口占比提升空间较大	24
图 18: 体育人口消费人群比例将处于黄金十年	25
图 19: 城镇居民娱乐消费支出保持快速增长	25
图 20: 国内体育转播产业链中体育消费领域最为基础和重要	27
图 21: 国内体育与体育培训存在非常强烈的循环效应	28
图 22: 国内体育培训行业市场空间测算	29
图 23: 国内击剑培训市场的空间测算	30
图 24: 国内击剑培训市场的空间测算	30
图 25: 万国体育业务整体成长十分强劲	31
图 26: 公司各项业务营收占比情况	31
图 27: 万国体育毛利率和净利率情况	32
图 28: 公司三费占比的趋势十分稳定	32
图 29: 公司流动比率、资产负债率情况	32

表 目 录

表 1: 几大热门体育培训项目的平效测算 (北京地区)	10
表 2: 公司前十大股东情况	12
表 3: 公司公共和私教课程的主要内容	14
表 4: 公司各级别课程及考核制度内容	15
表 5: 公司《安全管理规程》的具体内容	20
表 6: 2014 年以来体育产业政策梳理	25
表 7: 公司盈利预测假设	33

1.击剑：世界上“最优雅”的运动

击剑是从古代西欧剑术决斗中发展起来的一项体育项目，它结合优雅的动作和灵活的战术，要求运动员精神的高度集中和身体的良好协调性，体现出运动员良好的动作和敏捷的反应。运动员穿戴击剑服装和护具，在击剑场上用一手持剑互相刺击，被先击中身体有效部位的一方为被击中一方。比赛项目男子花剑、重剑、佩剑，女子花剑、重剑、佩剑，均有个人赛和团体赛。

图 1：击剑是一项非常优雅的体育运动



资料来源：互联网，渤海证券

图 2：击剑的历史十分悠久



资料来源：互联网，渤海证券

1.1 击剑的发展历史

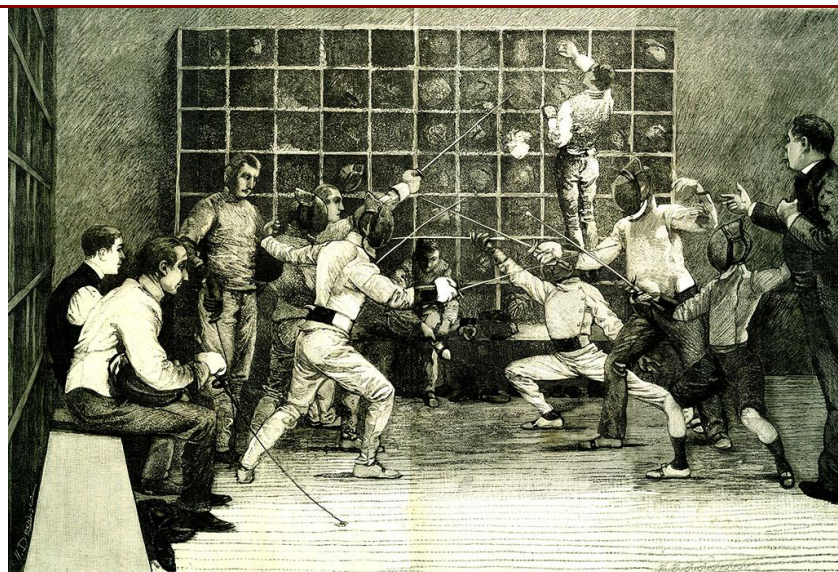
击剑运动的历史十分悠久。早在远古时代，剑就是人类为了生存同野兽进行搏斗和猎食所使用的工具。随着人类历史的发展，剑由最初的石制、骨制发展到青铜制、铁制，最后到钢制，并作为战争的武器，逐步走上历史舞台。击剑在古代埃及、中国、希腊、罗马、阿拉伯等国家十分盛行。公元前 11 世纪，古希腊就出现了击剑课，并有剑师讲课。有关古老的击剑形式，在希腊、埃及等国家中的一些历史建筑和纪念碑上都可见到关于击剑的浮雕。

在中世纪的欧洲，击剑与骑马、游泳、打猎、下棋、吟诗、投枪一起被列为骑士的七种高尚运动。为了研究和推动击剑技术的发展，欧洲各国纷纷成立击剑行会（协会和学校）。西班牙被认为是现代击剑运动的摇篮，第一本击剑书籍就由两位西班牙教练编著。14 世纪在西班牙、法国和意大利出现了一个令人炫目的骑士阶层，他们以精湛的剑术纵横天下，博得了广泛的美誉。此后各国贵族纷纷效仿，一时间成为上流社会的时尚，以致于发展到贵族之间解决纠纷，动辄拔剑相向，一剑定生死。

击剑运动真正得到全面的发展还是在法国亨利三世和亨利四世时期。1776 年，法国著名击剑大师拉布瓦西埃发明了面罩，这一发明使击剑运动进一步走上了高雅道路。人们戴上面罩、手套，穿上击剑服，就可以安全地进行一连串的攻防交锋。面罩的问世是击剑运动发展的一个里程碑。而法国成为当时欧洲击剑运动的发展中心。

早期的击剑由于缺乏良好的护具，容易对运动员的身体造成创伤，引起流血，重伤，甚至死亡。自从现代击剑中引入了完善的保护衣具，并采用钝的剑尖，已经消除了这项运动的危险性，也极大的促进了这项运动在全世界范围内的传播。

图 3：保护衣具的引用大大促进了击剑运动的发展和普及



资料来源：互联网，渤海证券

从竞技体育领域的表现来看，现代击剑运动是奥运会的传统项目。1896 年在雅典举行的第 1 届现代奥运会上就设有男子花剑、佩剑的比赛。1900 年在巴黎举行的第 2 届奥运会上增加了男子重剑比赛。1924 年在巴黎举行的第 8 届奥运会上又增加了女子花剑比赛。1992 年在巴塞罗那举行的第 25 届奥运会上，女子重剑被列为正式比赛项目。女子佩剑于 2004 年雅典奥运会上被正式列为奥运会项目。

1.2 击剑运动在我国的发展

击剑运动在我国的发展始于 20 世纪 50 年代，1955 年前苏联赫鲁晓夫的夫人田径专家赫鲁晓娃在北京体育学院(现北京体育大学)开设击剑专修课，开始把击剑运动引入中国。此后，北京体育学院和上海体育学院教师王守纲和沈守和受国家体委的委托，在北京、湖北、上海等地的体育学院教授本科生。1959 年，在第

1 届全运会上击剑被列为表演项目，在 1965 年第 2 届全运会上被列为正式比赛项目。文革后，中国击剑事业迎来了新的发展机遇，1973 年，中国击剑协会成立，同年加入亚洲击剑联合会。1974 年在蒙特卡洛举行的第 55 届国际剑联代表大会上，通过了中国加入国际剑联议案，这标志着我国击剑运动走上国际舞台。

1974 年我国首次派遣击剑运动员参加在伊朗举行的第 7 届亚运会，这次出征虽然并没有获得任何击剑奖牌，却锻炼了队伍，扩大了击剑运动对我国的影响，为我国击剑运动的发展创造了巨大空间。1978 年 3 月，我国击剑选手栾菊杰在西班牙马德里第 29 届世界青年锦标赛上，在持剑手臂严重受伤的情况下，奋力拼搏，战胜强手，夺得女子花剑亚军。这是中国击剑的历史性突破，在世界击剑界引起了轰动。当时有外国电报报道：“中国及其八亿人民响亮地进入世界击剑舞台，这是具有历史意义的事件。毫无疑问，天赋灵巧和敏捷的中国人对击剑运动是有才能的。”栾菊杰的成功对我国击剑事业的发展起到了极大促进作用，同时报告文学《扬眉剑出鞘》发表后，无数青少年受到感染，从而积极投身于击剑事业当中。这一时期我国击剑运动员通过一系列的国内练兵以及国际间的交往，使得击剑运动水平得到迅速的提高，在一些国际大赛中也崭露头角。1978 年在曼谷举行的第 8 届亚运会的击剑比赛中，我国运动员最终以 4 金、4 银的成绩首次在奖牌上压倒日本和韩国，撼动了韩日长期以来在亚洲对击剑运动的统治地位，中国击剑运动显示出了无可限量的潜力。1984 年，在第 23 届洛杉矶奥运会上，栾菊杰又不负众望，一举夺得女子花剑冠军，再一次轰动世界击剑界。与此同时，我国击剑队各剑种团体赛都进入了最后的 8 强。这些成绩是中国击剑运动的历史性突破，不仅仅提高了我国击剑在国际剑坛中的地位，更为重要的是，这标志着我国击剑运动步入了一个崭新的发展阶段。

中国击剑运动的发展无到有，由浅入深，确立“积极主动、以我为主、以攻为主”战略思想为指导，在学习西方先进技战术的同时，创立自己独特的风格，在较短的时间内使得我国的击剑运动的整体水平得到极大的提高，在某些剑种上甚至可以抗衡欧洲主流国家。我国的击剑水平在国际剑坛也在不断地进步，日渐接近欧洲主流国家，但这并不代表中国队就已经稳定在世界击剑的领先行列，中国击剑的发展还需要不断向先进的国家学习技战术优点，并积极挖掘内部潜力，走出自己独特的击剑发展之路。

1.3 击剑运动的优势

首先击剑是一种贵族运动，当训练者穿上白色的击剑服，戴上黑色的头盔，潇洒的手持长剑傲然而立的时候，一种自信的气质油然而生，因此，**击剑不仅是一**

种锻炼体能和防身技能的体育项目，同时还可以使训练者从内在气质上发生改变，使其姿态更优雅，气质更高贵。白色的击剑服、漂亮的进攻动作、迅速移动的脚步、英姿飒爽的对抗等等，无处不展示力和美，是世界上最受欢迎的时尚休闲活动之一。击剑运动的内涵主要包括：

“礼”——击剑双方在交锋前，要举剑于眉间向对方敬礼致意；结束后无论输赢，要用非持剑手与对方握手，同时要向裁判、观众敬剑礼，表示尊重。

“思”——击剑是一项勇气与智慧并重的运动。剑手要在千变万化的比赛中集中精力，认真观察，快速思考，并在瞬间做出判断和反应。

“搏”——在激烈的交锋中，剑手面对顺境，需要灵活应对，精益求精；面对逆境，需要沉着冷静、顽强拼搏，不轻言放弃。

“美”——紧张刺激的击剑过程中，能通过打开髋关节使大腿内侧得到充分锻炼，使腿部线条更具美感；通过基本攻防动作使腰腹肌得到有效使用，在不经意完成塑身过程。

击剑可以锻炼身体的协调性，柔韧性和灵活性，培养良好的体能，增强体质。击剑运动可以锻炼反应能力。在搏击交手过程中，双方需要不断的观察，不断的思考，在进入交锋距离内、在有限的时间内，迅速做出反应，从而形成一种全新的思维模式，能够促进训练者的快速应变能力，尤其对青少年的头脑和智力以及身体的良好发育，都是一种非常有益的培养。

图 4：击剑对于女性以及青少年都具有很好的运动效果



资料来源：互联网，渤海证券

此外，击剑运动还可以达到减肥的目的：首先，它的运动量可以根据训练者的体力进行调节，击剑服是由尼龙防弹材料制成，腰腹部较厚，在运动过程当中，这些部位会大量出汗，而腰腹部是脂肪最容易堆积的部位，因此可以通过运动达到

减肥塑体的目的。

1.4 击剑培训的优势

与足球、篮球、乒乓球、羽毛球等较为大众的运动项目相比，击剑属于相对小众的运动项目，在我国的普及流行程度不高，使得其相较于其他大众项目显得稍显“冷门”。但是仔细分析来看，击剑培训相较于其他许多体育项目有着天然的优势，我们认为有如下几点：**（1）击剑培训的单位平效很高。**经过我们的测算，击剑运动培训的平效为 11.9-14.5 元/平米，远远高于游泳、羽毛球、网球等培训项目；与滑冰等高端运动培训相对接近，但是场馆运营成本却相对低很多，此从盈利的角度来看，击剑培训的相对盈利点较之于其他运动有着较为明显的优势；**（2）从培训行业壁垒及专业性来看，由于专业性壁垒相对很强，**所以使得击剑培训相较于足球、羽毛球等传统项目的消费转化率很高，行业集中度较高，后续规模化、地域化扩展相对更加容易；**（3）从运动的历史、礼仪以及规范等方面来看，**击剑与马术、网球、高尔夫一道，被誉为比赛中的“四大绅士运动”，它们在崇尚竞技与礼仪完美结合的同时更是智慧与勇气的化身，属于中产阶级的轻奢侈运动，因此具有较高的客单价以及较强的用户付费持续性。因此总体分析，我们认为击剑运动培训具有高平效、高壁垒、高黏性、高客单价的自然属性，具有很强的商业化运营潜力。

表 1：几大热门体育培训项目的平效测算（北京地区）

项目	场馆标准 (m*m)	场地标准 (m*m)	每场培训人数	客单价	平效 (元/平米)	专业壁垒	场地运营成本
足球	105*68	70*40	10-16	100-220 元/次	5.71-7.86	低	中等
篮球	28*15	15*14	4-15	80-200 元/次	3.81-5.71	中等	中等
乒乓球	-	14*7	1-2	90-160 元/次	1.6-1.8	低	较低
羽毛球	-	13.4*6.1	2-6	70-150 元/次	3.53-4.94	中等	较低
游泳	50*21 或 25*10	25*2.5	6-8	100-150 元/次	12.8-14.4	低	较高
网球	-	36.6*18.3	1-6	80-180 元/次	1.40-3.72	高	较低
跆拳道		14*14	6-12	90-150 元/次	4.5-5.4	中等	较低
滑冰		60*30	100-200	180-240 元/次	13.3-20	高	高
击剑	-	90*75	400-500	200-243 元/次	11.9-14.5	高	较低

资料来源：渤海证券调研整理（平效=每场培训人数×客单价/场地面积）

1.5 击剑培训的壁垒

1.5.1 技术壁垒

与其他流行程度较高的运动项目相比,由于击剑运动的玩法及规则相对较为小众,所以击剑运动是一项需要系统、完整、科学训练的体育项目。因此建立一套系统完整的训练课程体系才能帮助初学者了解最基础的运动健身常识、击剑运动基本理论知识,然后逐步掌握较高技术含量的击剑运动心理素质、技术水平、实战能力。如何开发出专业、系统的击剑培训课程体系,根据学员的年龄、训练时常、技能水平划分不同层级,提供适合程度的训练计划,并增添各类科学的辅助活动、实战锻炼、赛事参与等是击剑培训行业的核心竞争力所在。

1.5.2 人才壁垒

我们认为教学质量的优劣是击剑培训行业的另一核心所在。虽然专业的体育培训人员是十分重要的人才资源,国内体育培训行业中也不乏竞技体育运动员转型而来,而竞技体育与大众体育仍具有较大的差异性,枯燥、耗时的竞技体育训练方法不能简单的复制到大众体育培训项目中来。因此如何进行培训团队的建设和管理是击剑培训行业的另一个重要核心竞争力,主要表现在一方面如何提高专业教练团队的技战术水平和综合素质,确保教学质量;另一方面根据实践教学经验,不断研究改进训练方法、流程,提高训练水平和效率,持续激发培训学员对于运动项目的兴趣度。

1.5.3 品牌壁垒

击剑培训领域对品牌知名度具有较高的要求,较早进入市场并且提供了较为优质的培训计划和 service 体验,对于赢得消费者、占领市场具有重要意义。

2.万国体育—国内击剑培训领域的绝对龙头

2.1 公司概况与组织架构

北京万国天骐体育股份有限公司成立于 2006 年,公司主营业务为击剑运动培训、击剑赛事举办、击剑装备销售,其中最为重要的是击剑运动培训业务。公司是国内领先的击剑培训机构,公司的场馆数量、场馆面积、剑道数量、教练员数量、会员数量等各项指标均位居行业首位。截至 2016 年 8 月,公司在北京、深圳、

广州、佛山、上海等地拥有 8 家击剑培训场馆，场馆总面积超过 60,000 余平方米，拥有近 300 条国际比赛标准剑道，并计划在上海开设一家超大型综合运动场馆。公司目前拥有以前中国国家男子重剑队主教练肖剑等为代表，总人数达 320 余人的优秀教练团队。目前公司注册会员数量达 2.16 万人，累计培训会员人数超过 10 万人。

从业务发展来看，自 2006 年成立以来，公司秉承“铸剑育人，承载未来”的经营理念，以击剑培训为核心内容，致力于为广大青少年和体育爱好者提供专业化、高品质、有特色的培训服务，将培养青少年成长、推动全民健身和推广击剑运动有效结合起来，促进了击剑运动在中国的快速发展，形成了体育培训业内闻名的“万国模式”，被国家体育总局授予“国家级青少年体育俱乐部”称号。

图 5：万国体育经过十年的耕耘，成为我国击剑运动培训的龙头



资料来源：万国体育，渤海证券

2.2 公司股本情况

2016 年 1 月万国体育由有限公司整体变更为股份有限公司，并于 2016 年 4 月在股转系统挂牌。根据公司招股说明书，截至 2016 年 8 月 9 日，公司总股本为 9,000,000 股，董事、总经理及实际控制人邢金红直接持有公司 7,626,316 股股份，占公司股本总额的 84.75%；并通过翔瑞博恒、鹏泰云峰、蓝普金星间接控制公司 0.39%的股权，因此总体持股比例为 85.14%。

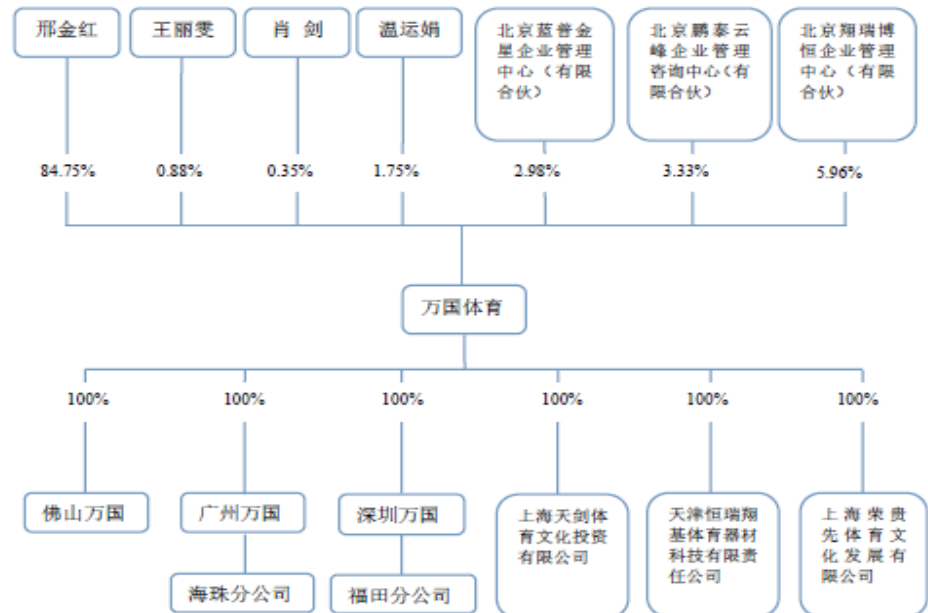
表 2：公司前十大股东情况

序号	股东	股东性质	持股数量（股）	股权比例（%）	是否存在质押或其他争议
1	邢金红	自然人	7,626,316	84.75	否
2	温运娟	自然人	157,859	1.75	否
3	王丽雯	自然人	78,947	0.88	否
4	肖剑	自然人	31,579	0.35	否

5	翔瑞博恒	合伙企业	536,842	5.96	否
6	恒泰云峰	合伙企业	300,000	3.33	否
7	蓝普金星	合伙企业	268,421	1.91	否
合计			9,000,000	100.00	——

资料来源：招股说明书，渤海证券

图 6：公司的股权结构图



资料来源：招股说明书，渤海证券

2.3 公司主营业务情况

目前公司主要产品及服务包括三个方面，分别为击剑运动培训、击剑赛事举办、击剑装备销售三大业务。

2.3.1 击剑运动培训

在击剑培训业务方面，公司是国内最为领先、规模最大的击剑培训机构，综合实力在国内无出其右。公司在场馆数量、场馆面积、剑道数量、教练员数量、会员数量等各项关键指标均位居行业首位。截至 2016 年 8 月 10 日，公司在北京、深圳、广州、佛山、上海等地拥有 8 家击剑培训场馆，场馆总面积超过 60,000 余平方米，拥有近 300 条国际比赛标准剑道，并将在 8 月底在上海开设一家约 3.5 万平米的超大型综合运动场馆。在培训业务团队方面，公司拥有前中国国家男子重剑队主教练肖剑为代表的，总人数达 320 余人的国内顶尖教练团队。目前公司注册会员数量 2.16 万人，累计培训会员超过 10 万人。

图 7：公司击剑培训规模在国内处于绝对领先的地位



资料来源：互联网，渤海证券

运动培训具有较高的行业壁垒，对于培训课程如何科学合理的安排和规划是核心竞争力之一。公司经过十多年的积累和探索，已经积淀了一套较为成熟的适合青少年及成人不同年龄层次和体质特点的分层击剑培训体系，为业内首创。同时，公司在不断总结教学实践的基础上，持续进行多种形式的改进和创新，不断升级教学体系。目前，公司击剑培训体系的核心内容主要包括公共和私教课程、学员分级和考级、课外辅助活动、教练员培训、电教课程、实战及赛事参与等六大板块，相关培训的主要内容有以下几个方面：

（1）公共和私教课程内容

公司的培训主要分为公共课程和私教课程两大类，每类课程都包含体能、技术、实战三种内容。其中，公共课程是根据学员击剑技能练习程度的不同，提供给各个级别的学员集体参加的课程；私教课程是教练与学员进行一对一单独教学，主要针对学员的技术动作、专项力量以及实战比赛经验的提高，是学员提高技战术能力的有效途径。具体课程内容如下表所示：

表 3：公司公共和私教课程的主要内容

课程种类		具体内容
公共课程	体能训练	分为基础体能和专项体能，这两项会同时在体能课中进行训练，主要是训练学员的基础力量、协调性、灵活性，还有专项所需要的小肌肉力量。
	技术训练	主要是教授学员学习基本的击剑技术动作，并通过一些教练指导、双人练习等手段加以熟练。
	实战训练	包括条件实战和计分实战，条件实战是通过设定不同的条件，来达到训练学员在实战中运用技术的能力；计分实战是训练学员对比赛的比分感觉，技术战术的分配运用。
私教课程	体能训练	主要目的是针对学员/会员不足的体能部分进行针对性的强化训练。

技术训练	主要目的是学习技术动作，并加以有目的的强化。
实战训练	主要目的是通过教练亲身与学员实战，引导学员充分掌握实战技巧。

资料来源：招股说明书，渤海证券

公共培训课程是公司击剑培训的最重要核心内容，承载着公司培育击剑学员的最基本职能；而私教课程则是针对高质量学员的进一步商业开发，此外公司在私教课程给予教练扣除所得税外的全部分成模式也最大限度的激励了团队的积极性，这种分成模式在业内也是十分罕见的。公司的基础培训课程具有很强的灵活性，专业教练团队根据学员的班级、年龄、训练课次的不同，安排相应的培训内容，并且，万国的教研组在每年年初会进行课程调整，主要针对教学问题进行总结研判，并积极进行多种形式的改进和创新，因此公司的击剑基础培训在业内是非常具有深厚积淀和行业竞争力的，是公司十多年来经营下来的核心所在。

（2）学员分级、考级

学员分级、考级制度一方面是对公司学员群里的进一步细分，从而能够进行更有针对性的培训和扩展，是公司在击剑培训业务的横向延伸、加强学员对于击剑培训黏性和兴趣的重要方式。从具体经营来看，公司根据学员年龄、训练课次、水平，将全部学员分为多个层次多个班级进行培训，细化的分班充分照顾到所有年龄层的学员，并且根据学员参与训练的时间、训练水平的不同能够合理安排训练课程，真正从学员的实际情况出发，帮助学员提高击剑技术水平。

此外，为激励学员不断提高自身水平，同时总体提高培训教学效率，公司根据学员训练时间和水平以及个人运动能力，设定了完善而有序的考级制度。公司制定的各级别课程及考级制度内容如下表所示：

表 4：公司各级别课程及考核制度内容

班次级别	适合年龄	课程内容	升级条件
小小班	5-6 岁	1、学习击剑常识、一般运动知识，培养击剑运动兴趣； 2、以增强体质，发展灵敏、协调、反应速度、动作速度、速率为主的身体素质； 3、以引导教育方式为主导学习培养击剑礼仪及基本动作； 4、学习击剑基础技术，初步掌握动作要领。	小小班升初级班：年龄满6周岁即可。
初级班	6-12 岁	1、击剑基础训练：实战姿势、前后步伐移动、弓步等； 2、学习击剑规矩、击剑礼仪、安全须知；	初级班升中级班： 1、在初级班上满4个月30课时； 2、参加一节初级班电教课讲座；

		3、击剑基础技术训练； 4、击剑基础实战训练； 5、击剑基础体能训练。	3、以上条件均需达到可参加击剑等级“初级升中级”考核。
中级班	6-12 岁	1、进一步提高学员击剑基本技术； 2、初步掌握技术动作的运用方法； 3、初步掌握击剑比赛特点； 4、加强身体素质练习；学习击剑专项素质。	中级班升高级班： 1、在中级班上满4个月30课时； 2、参加过一次万国比赛； 3、参加一节中级班电教课讲座； 4、以上条件均需达到可参加击剑等级“中级升高级”考核。
高级班	6-12 岁	1、提高与巩固技术动作标准性和熟练性以及实战中运用技术动作； 2、带有针对性的技术动作安排学员条件实战； 3、熟练简单技术意识和运用； 4、掌握第二意图的战术意识。	高级班升儿童专业班： 1、年龄满8周岁； 2、在高级班上满4个月30课时； 3、取得万国冠军赛、全国业余联赛、北京市锦标赛冠军赛、北京市协会杯个人前10名；全国儿童锦标赛个人前12名（上述成绩只取其一）； 4、只限离考级最近的两次比赛成绩； 5、以上条件均需达到方可参加考级。
儿童专业班	8-12 岁	1、提高击剑技术，掌握动作要领，达到规范要求，基本上形成正确的动作定型； 2、逐步提高简单的基本组合技术动作，并通过简单的条件实战、双人练习、个别课训练等多种形式，培养积极主动运用技术的意识，对专项感知觉的剑感、时机感、距离感形成一定认识，能在实战中有初步表现。	儿童专业班升少年专业班： 1、年龄满12周岁； 2、儿童专业班上满4个月30课时； 3、取得万国冠军赛、全国业余联赛、北京市锦标赛冠军赛、北京市协会杯、全国儿童锦标赛个人前8名；全国少年锦标赛个人前32名（上述成绩只取其一）； 4、上述成绩只限12岁以上年龄组别赛事； 5、以上条件均需达到方可参加考级。
少年专业班	12-16 岁	1、进一步发展心理素质，增强积极思维能力，同时突出培养顽强意识； 2、进一步学习击剑基本技术动作及掌握击剑基本战术； 3、增强体质，发展灵敏、协调、反应速度、动作速度、速率为主要的身体素质，进一步提高专项训练； 4、进一步提高击剑基本技术，掌握动作要领，达到规范要求，初步形成正确的动作动力定型。	不参加等级考核。
精英班	12-16 岁	1、学习掌握简单的基本组合技术，并通过简单的条件实战、双人练习、个别课训练等多种形式，培养积极主动运用技术的意识，对专项感知觉中的剑感、时机感、距离感形成一定认识，能在实战中更进一步表现； 2、通过教学训练，逐步发展心理素质、积极思维能力，同时突出培养顽强意识；	不参加等级考核。

		3、通过阶段训练提高动作动力定型。	
青少成人班	13 岁以上	1、学习击剑常识及一般运动知识，突出培养对击剑运动的兴趣； 2、反应速度、动作速度、速率为主的身体素质； 3、初步学习掌握最简单的基本技术、并通过简单的条件实战、双人练习、个别课训练等多种形式，培养积极主动运用技术的意识，对专项感知觉中的剑感、时机感、距离感形成一定认识，能在实战中有初步表现； 4、通过教学训练，发展心里素质，提高积极思维能力，同时突出培养顽强意识。	不参加等级考核。

资料来源：招股说明书，渤海证券

（3）实战及赛事参与

为提高学员的实战技能、检验培训效果，公司每年组织四站“万国冠军赛”，时间分别在当年四月、七月、十月和下一年春节前，该赛事全部由公司自行组织，根据选手的年龄分组，以公开赛形式举办，所有万国注册学员均可参与比赛。

赛事参与具有如下重要优点：一是使学员充分了解击剑比赛的赛制和规则；二是检验学员的训练成效，提高学员的技战术水平；三是锻炼学员的承受能力、抗压能力、应变能力、独立思考能力等，提高学员的综合素质。

（4）教练员培训课程

在培训供给端，公司的重视程度也走在业内前列，因为一支高素质、高技术水平的教练员队伍以及持续确保教学质量的培训服务才是公司保持长久竞争力的核心所在。公司长期坚持对教练员进行持续的培训，以不断从提升教练员思想道德素质和击剑专项教学水平，确保培训质量。

具体来看，公司实施的教练员培训共有 50 余种课程，涉及到击剑专业实操及理论、幼儿心理、基础运动健身等方面相关知识。公司教练员培训主要是结合剑馆多年实战及培训经验，将服务理念、行为规范和专业知识融入在培训中。公司培训规模较大、学员较多，一方面成就了公司教练员丰富的经验积累，并且在实践中总结出完整的培训体系；另一方面，庞大的学员规模也对公司的管理水平、教学质量提出了更高的要求。

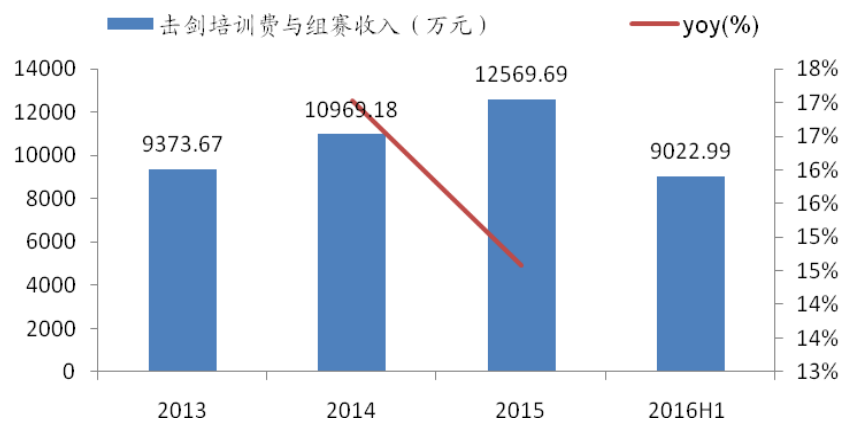
（5）电教课程

公司为确保不同级别学员在训练初期对公司击剑课程等相关内容有全面和整体认识，公司专门开发了电教课课程。课程主要报告击剑运动的起源、发展直至现代击剑运动的形成及其基本技法，结合击剑运动特点，全方位帮助学员了解击剑运动，快速适应公司的击剑培训课程，提高击剑水平。

（6）独创性的课外辅助活动

在基础培训之外，公司创设了各种丰富的课外活动和交流平台。公司时常为学员举办各类课外活动，并且，公司在官网中开设“会员天地”和“论坛”两大专栏，发布学员撰写的参与击剑培训后的成长日记、发布公司举办课外活动的影视频资料、发布优秀学员经验分享等，促进公司教练员与学员、学员与学员之间的交流、学习，整体增加击剑培训的趣味性，提高培训质量和教学效率。

图 8：万国体育的击剑培训与组赛收入业务收入增长率



资料来源：公司公告，渤海证券

从公司业务的具体经营情况来看，万国体育的击剑培训与组赛业务收入一直保持稳步增长的基本趋势，2015 年同比增长接近 15%、2016H1 同比增长 59%，呈现出良好的发展势头。我们认为公司击剑培训业务的后续成长性主要包括两个方面：（1）已有场馆的持续深耕；（2）新开业场馆的增量效应。而公司后续的最大看点在于 2016 年 9 月份 3.5 万平米超级大馆——万国体育中心的投入运营，使得公司击剑培训业务仍将在未来 3 年内保持较为快速的增长势头。

2.3.2 击剑赛事举办业务

公司举办或参与了大量击剑赛事。一是为了以赛促练，提升学员的运动水平，促进青少年的身心成长；二是积极普及推广击剑运动，提升击剑运动的社会影响力，推动公司业务快速发展。

公司已经举办、参与的赛事活动主要包括：主办了北京站每年 4 次的万国冠军赛、2014 深圳公开赛、2014 深圳击剑冠军赛；协办了 2013 年全国大学生击剑锦标赛、女子佩剑世界杯比赛、全国冠军赛男女佩剑比赛、2014 深圳市少年儿童击剑锦标赛、2014 深圳市南山区少年儿童击剑锦标赛、2014 全国俱乐部联赛（深圳站）等比赛；参与了全国儿童击剑锦标赛、全国少年击剑锦标赛、第十三届北京市运动会击剑比赛、全国中学生击剑锦标赛、北京青少年击剑锦标赛、全国俱乐部联赛总决赛男女重剑比赛、北京市击剑锦标赛、全国业余击剑联赛、北京市协会杯等比赛。

图 9：万国击剑比赛为培训业务创造了更高的黏性



资料来源：互联网，渤海证券

我们认为公司通过对击剑赛事的举办进一步完善了培训业务的体系，一方面通过赛事的持续举办扩展了击剑培训对于学员的黏性，使得学员更有动力进行击剑运动的学习和钻研；另一方面通过不断的比赛可以对学员群体进行进一步细分，从而针对中高水平学员形成更有针对性的挖掘和培养。

2.3.3 击剑装备销售业务

击剑装备销售业务是公司击剑培训产业链的下游延伸，培训与装备一体化的销售策略一方面强化了公司在下游产业链的业务竞争力，另一方面装备的标准化也会更利于培训的管理和教学。公司主要向参与公司击剑培训的学员销售击剑装备，主要包括剑和剑条、护面、防护服、剑道等，为击剑运动的必备配套专业装备。目前，公司的击剑装备采购于获得中国击剑协会认证的专业击剑装备供应商。

此外，确保人身安全也是体育培训行业最为重要的环节之一，确保学员把运动损伤风险降低至最小，杜绝各种意外伤害是公司安全管理规程的核心所在。公司在

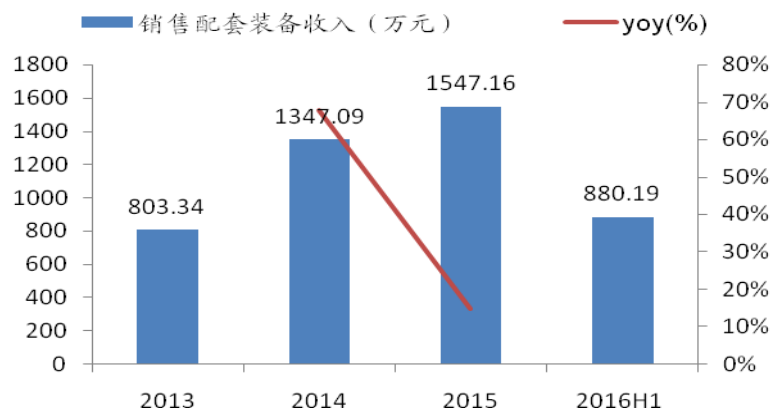
进行击剑培训和赛事举办业务过程中，高度重视对学员的安全教育及管理。公司制定了详尽的《安全管理规程》，具体包括如下内容：

表 5：公司《安全管理规程》的具体内容

招生安全规程	(1) 学员应身体健康并具有完全民事行为能力，不具备完全民事行为能力者须由其监护人签字确认。 (2) 招生教练需了解准学员是否患有协议上体现的相关不适合击剑运动的病症及病史，三个月内无外伤手术史，方可允许学员办理入会手续。
设施安全规程	公司员工对击剑相关设施，场馆、走廊等公共区域，以及易发生危险的墙角、地面、电源、门窗等进行定期检查，发现隐患即刻进行维修。
教学安全规程	(1) 公司在努力提高教学品质的同时高度重视教学安全保障，定期开展对教练员的安全培训。 (2) 公司注重在课前开展对学员的着装检查和安全提醒，在课中杜绝易导致受伤的活动和游戏，做足准备活动，重视活动中的安全督导和实时管理，并专门设计了针对课后各场馆的合理的安全疏导方案，全面保障教学安全。
紧急事件安全规程	公司建立了紧急事件处理制度，建立现场疏散及闲情救援指挥小组，制定消防紧急事件管内人员疏散方案，指定各个场馆、办公室的紧急联络人，负责定期检查消防设施，在紧急事件突发时组织安全疏散和救援。
意外伤害处理流程	公司建立了完整的意外伤害处理流程，在学员发生意外伤害时，将由教练人员及时现场查验伤情并做初步处置，随即根据受伤情况，由客服部负责送医和联系保险公司。
突发事件处理流程	公司建立了完整的突发事件处理流程，主要针对馆内发生盗窃、停车场交通事故、停车场堵车、馆内发生斗殴、学员受伤等突发事件建立了应急预案。

资料来源：招股说明书，渤海证券

图 10：万国体育的销售配套装备收入业务收入增长率



资料来源：公司公告，渤海证券

从公司的销售配套装备收入业务的具体经营情况来看，其营收也呈现逐年增长的基本趋势，2015 年同比增长 14.85%、2016H1 同比增长 18.22%，成长性较为稳定。我们认为公司销售配套装备收入的成长性主要源自于新开业场馆的增量效应，因此上海万国体育中心及公司后续其他场馆的路线投入运营将持续对销售配置装备收入形成持续、有力的支撑效应。

2.4 万国体育正在迈入 2.0 时代

进入 2016 年，万国体育正在从击剑培训领域全面切入到体育培训市场，构建包括万国体育中心、万国击剑中心、多种类万国体育培训中心等“三位一体”的场馆布局，形成以击剑、舞蹈、篮球、自行车等多元化的产品布局，快速做大用户规模，实现由单一击剑培训向综合性体育服务平台的跨越。

从具体项目来看，目前万国体育正在上海打造的万国体育中心项目是万国体育迈向 2.0 的关键点。万国体育中心项目是上海浦东新区打造文创高地引进的首批重点项目之一，位于浦东新区世博园，是在原非洲联合馆基础上改造设计而成的体育综合体，总面积达 35,000 平米，拥有全球最大的击剑运动中心、国内唯一的室内空中骑行赛道、上海最大的舞蹈培训中心，还包括游泳馆、篮球、瑜伽、健身、动感单车、田径等多种体育项目以及美甲、咖啡厅、餐厅、超市、体育用品商店、多功能馆等配套服务，服务内容从原来单一性的击剑培训扩展到多种项目培训和健身，还拥有相应的生活配套服务，可满足不同层次客户的多样化需求，形成了以体育培训和健身为内容的新型业态。从运动科学的角度来讲，这些项目之间高度协同，从不同的角度锻炼身体各个环节，提高身体的平衡性、协调性、灵敏性。从服务客户的角度来看，这些项目不仅可以满足青少年的需求，也满足成年人需求，如篮球主要面向男孩，舞蹈主要面向女孩，健身房、瑜伽主要面向成人。多功能馆面向机构，可以举办各类文艺演出、展会和比赛。

图 11：万国体育中心成为体育培训和健身内容的新型业态平台



资料来源：万国体育，渤海证券

在经营方式上，万国体育中心由公司独立设计运营、一体化管理，形成了产品多元、内容丰富、相互协同的体育服务，是国内第一家综合化、现代化的体育综合体。公司打造体育综合体的基础来自于多年来开展击剑培训的积累优势和项目特点，一方面是由于多年来形成的市场销售体系、教学培训体系和运营管理体系，另外重要的一点是由于公司开展击剑培训的较强集客能力具有较强的外部性，作

为核心业态，能够支撑大中型场馆的运营，带动其他业态。

万国体育中心是国内体育产业发展和消费升级的必然产物，是国内大中型体育场馆运营的创新模式，是具有创新性的体育主题 MALL，是公司升级到 2.0 的关键性突破。从公司角度出发，我们认为其有如下几个特点：

（1）产品结构多元化。由单一的击剑培训业务升级为涵盖多种类体育产品，兼具专业性和休闲性，大大提升了客户服务能力；

（2）客户结构多元化。由于产品的多元化，推动公司客户结构从原来的以孩子为核心的客户群升级为以家庭为核心的客户群，还有机构类客户；

（3）销售方式多元化。由于产品和客户结构的变化，渠道开发、市场推广的作用提高，丰富了销售方式，人均产值将会提升；

（4）资源整合能力提升。万国体育中心是一个青少年培训及相关服务的资源聚集地，通过这个平台，可以提升万国体育的资源整合能力；

（5）场馆运营能力提升。不同于依靠赛事、商演等内容的场馆运营模式，万国体育中心形成了以体育培训和健身为内容的场馆运营模式，可复制性、可持续性更强。

我们认为上海万国体育中心是万国体育在国内打造的第一个“三位一体”样板，这种经营模式具有很强的延展和可复制性，后续公司可以凭借丰富的运营管理经验在全国各地进行快速复制扩张，逐步完成国内主要区域的布局。通过对不同区域进行不同类型场馆和产品的搭配，为用户规模的迅速扩展奠定坚实的基础。

图 12：万国体育的平台化发展如箭在弦



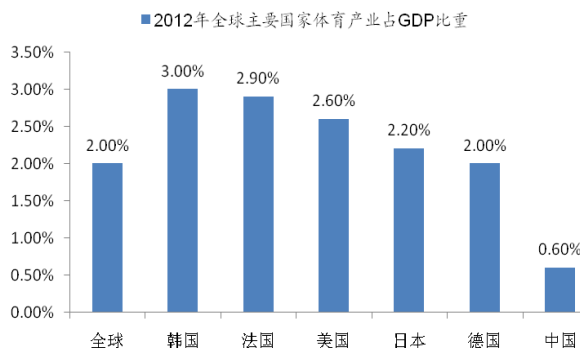
资料来源：万国体育，渤海证券

3.行业分析：行业空间广阔，政策大力推进

3.1 国内体育产业结构失衡，发展空间巨大

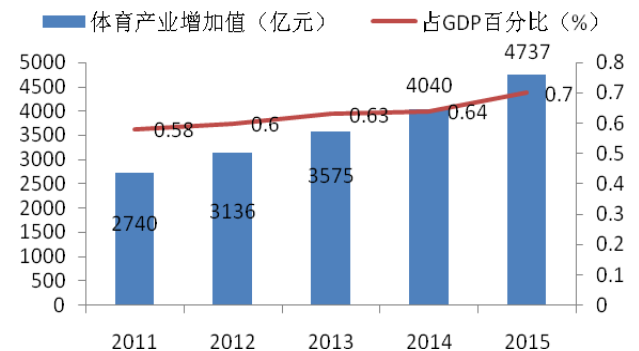
从行业整体发展空间来看，根据国家体育总局的数据，2013 年全国体育及相关产业总产出约 1.1 万亿元，同比增长 11.91%；实现增加值 3563 亿元，同比增长 10.82%。纵向比较来看，我国体育产业增加值占 GDP 比重由 2006 年的 0.45% 增长到 2015 年的 0.70%，总体保持平稳的增速水平；但是横向比较来看，我国的体育产业增加值占比远低于同期美国水平（3%）及全球平均水平（2.1%）。若我们保守按照 2012 年全球体育产业占 GDP 2.0% 的平均值来衡量，我国体育产业整体仍然存在 3 倍的发展空间。所以从相对及绝对的角度来看，我们认为我国体育产业在中长期内的发展空间巨大。

图 13：我国体育产业占 GDP 严重落后于全球平均水平



资料来源：易观智库，渤海证券

图 14：近年来我国体育产业增加值稳步上升



资料来源：易观智库，渤海证券

从体育产业整体的产业链进行分析，以最上游体育竞技赛事（职业联赛、国际重大体育赛事、大众体育赛事等）为核心、到中游体育媒体（电视、互联网、报刊）及其他领域为传播扩展渠道的泛体育服务业是整个体育产业链发展的核心内容，而处于下游的衍生品领域（体育用品、彩票、健身培训等）则扩展整个体育产业的市场规模，并进一步循环反哺中上游产业链的相关市场价值。因此我们认为从整条体育产业链结构进行分析，以赛事和媒体为代表的中上游产业链是否发展完善是衡量一国体育产业是否发达的关键。

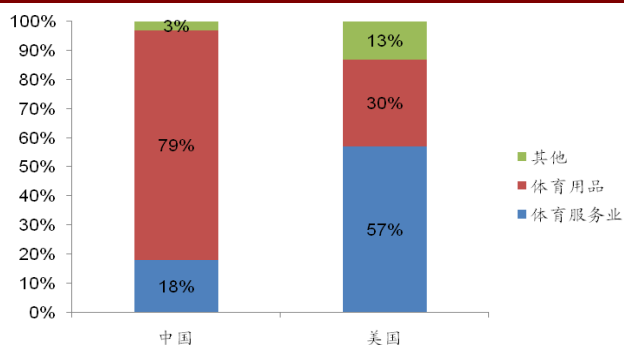
图 15: 体育产业的一般结构分布



资料来源: 公开资料, 渤海证券

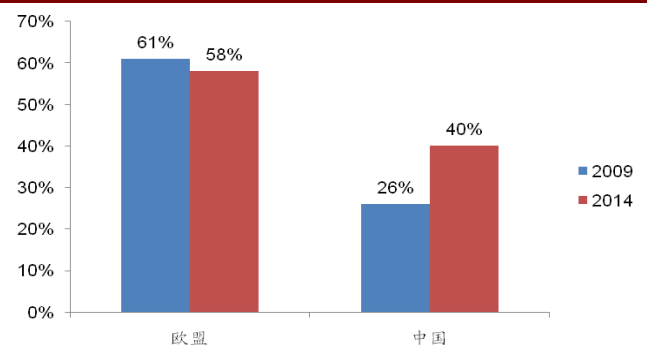
从具体的产业发展现状结构分析, 与发达国家相比, 目前我国体育产业发展结构处于较为失衡的局面。具体来看, 处于整条产业链中下游的体育用品占比一直处于较高的水平, 占比约为 80%, 处于上游核心地位的体育服务业占比则不到 20%; 而对比成熟的美国体育市场来看, 其上游体育服务业约占 57%的比重, 处于绝对的优势和核心地位, 从而带动了下游体育用品和其他领域有了较大程度的发展。究其原因, 我们认为我国体育服务业占比较低主要在于多年来我国体育产业市场化程度较低、政府监管与管理职能混淆不清、职业体育发展程度不成熟等因素的影响。因此从体育产业发展结构来分析, 我们看好我国以体育培训、体育营销为代表的中下游产业链发展空间。

图 16: 我国体育结构发展失衡较为严重



资料来源: wind, 渤海证券

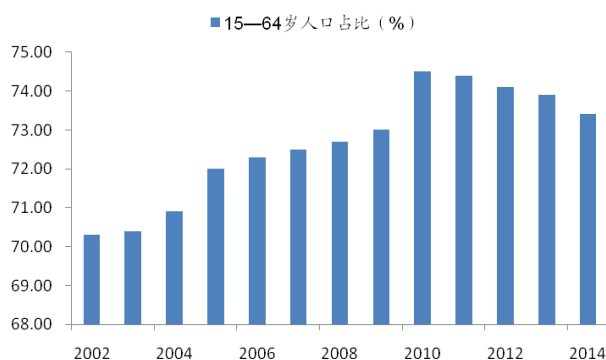
图 17: 国内体育人口占比提升空间较大



资料来源: wind, 渤海证券

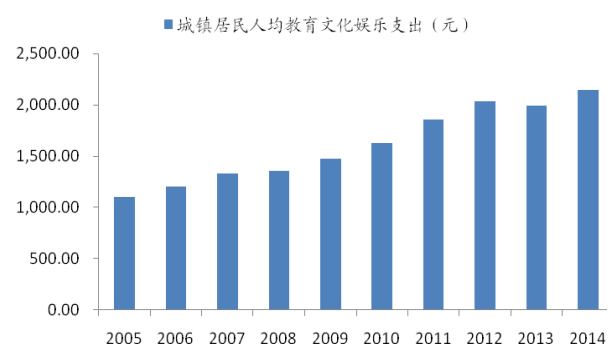
此外，从整体体育居民参与度角度分析，目前我国居民体育人口比例已经由 2006 年的 26% 增长到 2014 年的 40%，但是仍然低于欧盟发达国家的约 60% 的水平，但是增长的势头较为明显。此外，从我国整体人口结构与消费水平来看，一方面以 80—90 后为代表的国内体育消费人群比例（20-50 岁）在未来十年内处于历史巅峰水平；另一方面，截至 2014 年，我国人均 GDP 已经突破 6700 美元，居民文教娱乐支出占总消费支出的比重为 12.7%，居民消费娱乐相对支出处于快速扩张的阶段，因此我们认为未来一段时期内，体育人口数量及居民消费支出将是我国体育产业总产值增量的两大重要维度。

图 18：体育人口消费人群比例将处于黄金十年



资料来源：wind，渤海证券

图 19：城镇居民娱乐消费支出保持快速增长



资料来源：wind，渤海证券

3.2 政策强力推动，简政放权助力行业变革

我国体育产业发展空间的巨大驱动力在于国家顶层政策的强力助推。自 2014 年开始，以国务院以及足改领导小组为代表的国家顶层不断对体育产业连续推出多项重要改革政策，我们认为此举意在用简政放权的形式对多年来行业的严重政策束缚，最上游商业性还有群众性赛事审批的取消以及中游赛事转播权的市场化改革极为有针对性的破解了困扰行业多年已久的政策痛点，政策红利的大幅度释放将加速产业自身的发展进程。

表 6：2014 年以来体育产业政策梳理

时间	相关政策	主要内容
2014.03	《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和企业集团，形成一批有中国特色和国际影响力的体育产品品牌；建立以体育服务业为重点，门类齐全、结构合理的体育产业体系和规范有序、繁荣发展的体育市场；形成多种所有制并存，各种经济成分竞相参与、共同兴办体育产业的格局；形成体育公共服务与市场服务相互结合、体育事业与体育产业协调发展的良好局面
2014.09	《部署加快发展体育产业、促	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

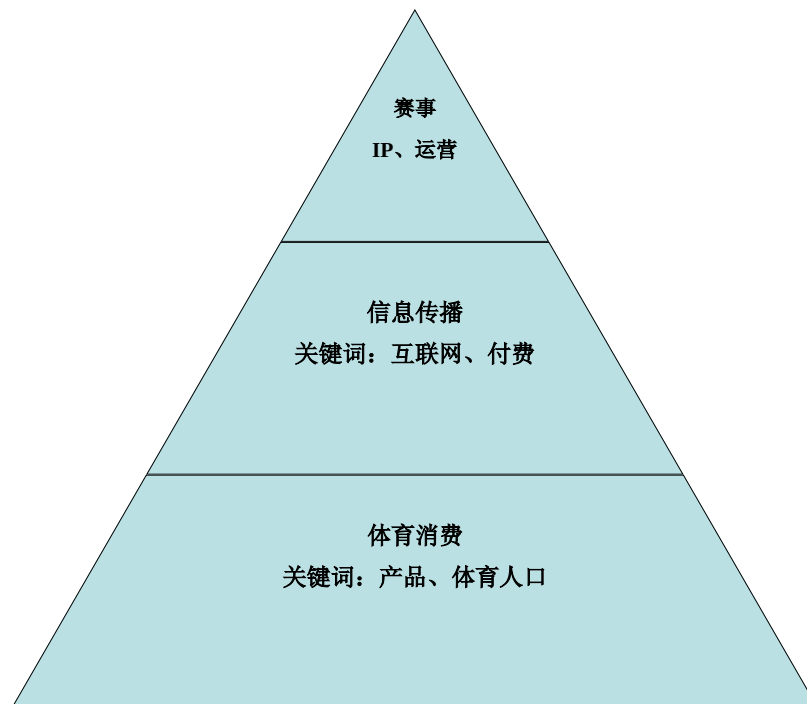
	进体育消费推动大众健身》	育消费，推动大众健身。一要简政放权、放管结合，取消商业性和群众性体育赛事审批，放宽赛事转播权限制，最大限度为企业“松绑”。二要盘活、用好现有体育设施，积极推动公共体育设施向社会开放，在更好服务群众的同时提高自我运营能力。三要优化市场环境，支持体育企业成长壮大。加快专业人才培养。让体育产业强健人民体魄，让大众健身消费助力经济社会发展。。
2014.10	《国务院关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见》	到2025年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。
2014.12	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》	全面推进体育赛事审批制度改革，打破社会力量组织、承办体育赛事的制度壁垒。规范全国性单项体育协会的服务收费，破除利益固化的藩篱。充分调动社会多方面的积极性，建立办赛主体多元化的体育赛事体系。发挥体育赛事的积极作用，宣传推广全民健身，发现和培养高水平竞技人才，繁荣体育竞赛市场，促进体育产业发展。
2015.03	《中国足球改革具体方案》	近期目标是要理顺足球管理体制，制定足球中长期发展规划，创新中国特色足球管理模式。中期目标是要实现青少年足球人口大幅增加，职业联赛组织和竞赛水平达到亚洲一流，国家男足跻身亚洲前列，女足重返世界一流强队行列。远期目标是要使中国成功申办世界杯足球赛，男足打进世界杯、进入奥运会。
2016.07	《体育产业发展“十三五”规划》	要在坚持改革引领、市场主导、创新驱动和协调发展的基本原则下，实现体育产业总规模超过3万亿，产业增加值在国内生产总值中比重达到1%，体育服务业增加值占比超过30%，体育消费额占人均居民可支配收入比例超2.5%等目标。

资料来源：渤海证券

3.3 体育培训行业为产业根本，空间广阔

虽然目前国内体育消费规模的不断扩大和体育消费需求的多层次性为我国体育产业的发展提供了广阔的市场空间，但是目前我国体育产业发展仍然呈现较为失衡的局面，一方面多年来在我国体育行业产出中占主导地位的是体育相关产业和衍生品产业，包括体育用品、食品和机械、体育房地产和建筑等子领域，并未完全挖掘出国内众多体育消费者的商业价值；而另一方面，由于国内资本在近两年持续介入体育产业，使得产业链的中上游赛事及球队IP、转播等子领域呈现出极为火热的发展势头，但上游赛事的兴起并不能直接、大规模的导出国内消费者的体育需求。因此我们认为，作为体育产业链最为基础却又最不能忽略的体育培训领域，是承载着我国体育产业的发展上限的关键一环，其重要性开始日益凸显出来。

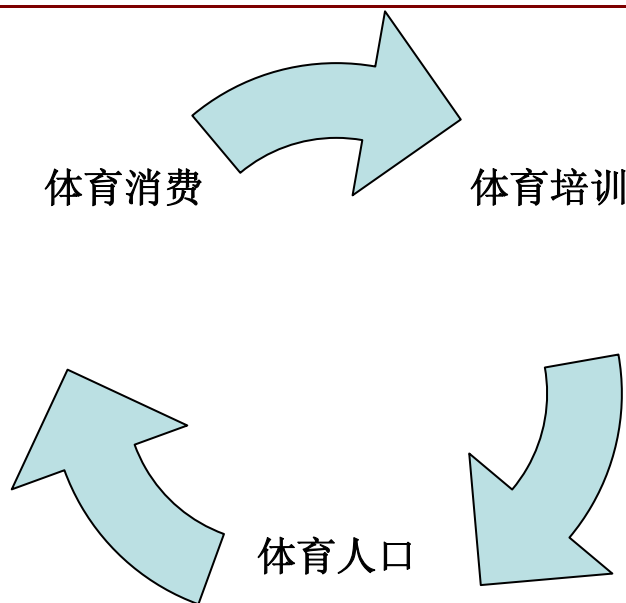
图 20：国内体育转播产业链中体育消费领域最为基础和重要



资料来源：渤海证券

具体从行业发展的角度分析来看，国内体育产业中处于核心产业的体育健身和培训行业产值占比仅为 6%，而附加值较低的体育用品产值占比高达 70%，因此从行业空间的角度来看，国内体育培训行业具有极大的发展空间。从体育培训行业自身的属性观察，其产业空间大、盈利模式清晰、变现能力强、客户黏性强、可持续性极强的特点决定了其在中长期内都将是国内的重要朝阳产业，但是区域化明显、投入-产出周期较长、行业竞争壁垒较低的劣势又使得众多公司不愿将发展重心聚焦于此，因此就导致了目前国内体育培训行业在整条体育产业链中一直处于发展薄弱的环节。我们认为作为培养国内体育消费人口最为直接的关键领域，如何选择好培训产品、并做到可规模化复制的高品质服务成为了体育培训行业未来的主要核心竞争力。

图 21: 国内体育与体育培训存在非常强烈的循环效应



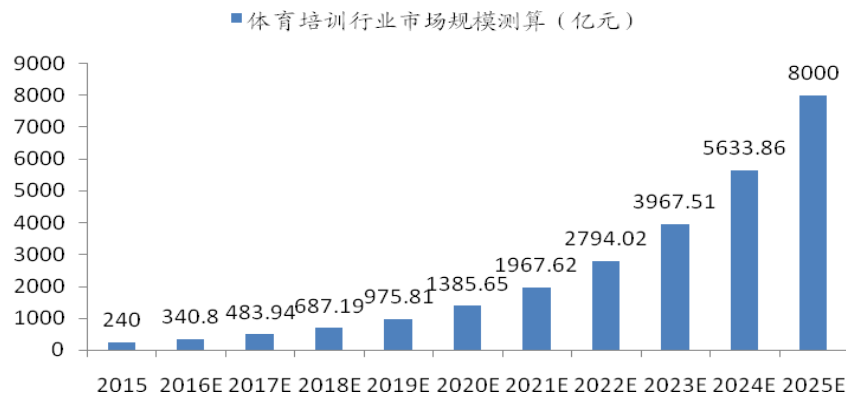
资料来源: 渤海证券

3.4 国内体育培训市场整体空间测算

我们以相对指标对国内体育培训行业进行广义的空间测算。从现有数据来看，2015 年我国体育产值约为 4000 亿元，其中产业链中下游的体育服务业的占比不超过 20%，绝大部分产值都是由传统的体育服装、器材等周边用品贡献。与之相比的是，目前欧美发达国家的体育产业中体育服务业占比超过 60%以上，而体育产业最发达的美国占比超过了 70%，因此从相对指标来看，我国体育培训行业具有极大的发展空间。

此外国务院发布的 46 号文中提到，预计到 2025 年，我国的体育产业规模将达到 5 万亿元。因此我们若按照以美国为代表的体育产业较为成熟的发展结果来看，即体育服务业占比 50%-60%的结果进行测算，到 2025 年年我国体育服务业大约存在 2.5-3 万亿的市场容量；若按照体育培训业在体育服务中占比约 30%的比例计算，**2025 年我国体育培训行业的市场规模将达到 7500—9000 亿元**，按照 2015 年我国体育培训市场约为 240 亿元的基数计算，**2015-2025 年体育培训行业年化增长率约为 42%**。而进一步细分来看，在体育培训业中青少年培训占比一般约为 60%，因此到 **2025 年我国青少年体育培训市场容量将达到 4500—5400 亿元**。

图 22: 国内体育培训行业市场空间测算



资料来源：渤海证券

3.4 击剑培训的市场空间测算

我们针对国内击剑培训市场的测算模型为：击剑培训市场规模=青少年人口数量×击剑渗透率×年培训单价×乘数，具体的测算过程如下：

情景假设：（1）青少年人口数量：由于公司目前只在北上广深四大城市开设击剑培训业务，且培训费用较高，因此我们暂时以国内消费能力最强的北上广深四大城市的青少年人口作为基数：即 2015 年北上广深青少年人口为 1171 万人。

情景假设：（2）击剑渗透率：万国体育在 2006 年就开始深耕北京击剑培训市场，因此我们以发展多年的北京市场渗透率为主要参考标准。若以 2015 年北京 5-19 岁人口数 207 万人计算，公司 2015 年北京培训学员约为 8000 人，因此北京地区的渗透率约为 0.39%，因此我们将目前整体的培训渗透率定为 0.40%；并预计在 2020 年整体渗透率将达到 0.8%-1%。

情景假设：（3）年培训单价：根据我们调研，目前北上广深较为大型的击剑培训机构定价基本较为接近，结合击剑培训的特质并考虑到培训市场日后竞争加剧的风险，我们将培训单价设定为 10000-14000 元/人。

情景假设：（4）乘数：我们认为击剑培训目前虽然主要的受众对象为青少年群体，但是未来针对成年群体的培训市场也相当可观，我们预计未来北上广深四大城市击剑培训的青少年群体约占 50%-60%，因此总乘数确定为 1.67-2。

图 23: 国内击剑培训市场的空间测算

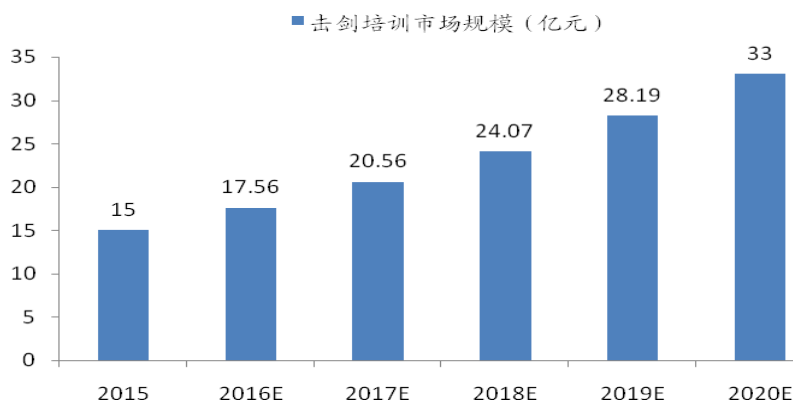
渗透率=0.8%				
乘数	1.67	1.77	1.87	2
单价				
10000	15.64	16.58	17.52	18.74
11000	17.21	18.24	19.27	20.61
12000	18.77	19.90	21.02	22.48
13000	20.34	21.56	22.77	24.36
14000	21.90	23.21	24.53	26.23

渗透率=0.9%				
乘数	1.67	1.77	1.87	2
单价				
10000	17.60	18.65	19.71	21.08
11000	19.36	20.52	21.68	23.19
12000	21.12	22.38	23.65	25.29
13000	22.88	24.25	25.62	27.40
14000	24.64	26.12	27.59	29.51

渗透率=1.0%				
乘数	1.67	1.77	1.87	2
单价				
10000	19.56	20.73	21.90	23.42
11000	21.51	22.80	24.09	25.76
12000	23.47	24.87	26.28	28.10
13000	25.42	26.94	28.47	30.45
14000	27.38	29.02	30.66	32.79

通过估算结果，我们估算 2015 年国内击剑培训市场规模约为 15 亿元左右，而到 2020 年击剑培训在北上广深青少年的渗透率达到 0.8%-1.0%的假设条件下，国内击剑培训的市场规模将达到 26-33 亿元左右，整体的复合增长率约为 17.08%。

图 24: 国内击剑培训市场的空间测算



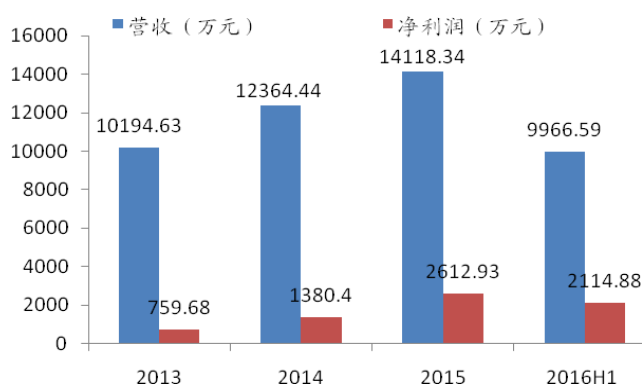
4.公司财务分析

公司主要的收入主要源自于击剑培训与组赛、销售配套装备以及其他业务三大板块。从业务的成长行来看，公司近年来整体的营收及净利润情况一直处于快速增长的态势，由 2013 年整体营收约 1.02 亿元、净利润约 760 万元发展到 2015 年的约 1.41 亿元营收、2612.93 万元净利润，并在 2016 年 H1 保持持续的高增速水平。我们认为公司中长期内的主要内生增长看点主要有以下两个逻辑：

（1）公司既有场馆培训业务的持续深耕。目前公司已经在国内外开设 8 家击剑运动中心，其中除北京馆是于 2006 年开设以外，其余 7 家场馆都是在 2011 年以后开放，其中 2014 年在广州海珠以及 2015 年在上海徐汇所开放的培训馆仍具有极大的扩展潜力，因此我们认为未来 3-5 年内公司已有业务场馆仍将维持持续的成长性；

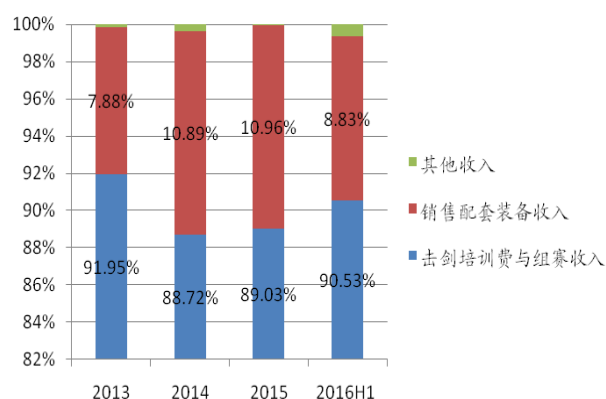
（2）公司于 9 月初在上海全新打造的 3.5 万平米大馆“万国体育中心”将大大增厚公司业绩。考虑到目前上海区位的消费潜力十分可观，同时公司在上海地区击剑培训业务相较于北京仍存在较大的提升空间，因此我们认为未来上海万国体育中心将存在巨大的商业潜力。此外公司在 2017 年后也将在全国各地进行包括万国体育中心在内的“三位一体”场馆的规模化复制以及多元化的产品布局，因此我们认为未来后续场馆的持续扩展也将是公司业绩水平持续提升的另一个重要驱动因素。

图 25：万国体育业务整体成长十分强劲



资料来源：wind，渤海证券

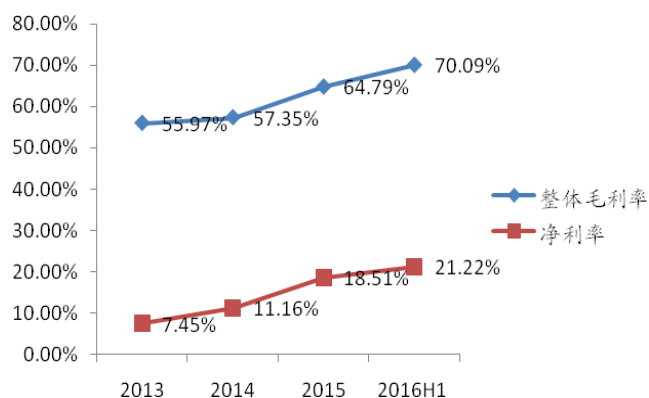
图 26：公司各项业务营收占比情况



资料来源：wind，渤海证券

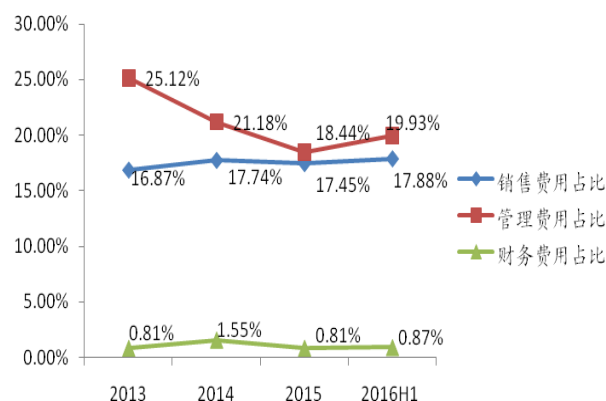
由于近两年公司场馆的不断扩张，使得公司毛利率和净利率情况维持持续上升的势头，2016 年 H1 毛利率 70%、净利率 20%也刷新了近三年来的新高，规模化的经营策略开始发挥效应。从三费的情况来看，由于公司的主要营业成本在于场馆租金及教练、销售团队费用支出，所以公司的销售费用和管理费用占比支出相对较高，但是从趋势上来看整体呈现逐步维持稳定的趋势，此外公司由于现金流非常充沛，因此财务费用支出水平一直维持非常稳定的低水平。

图 27: 万国体育毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 渤海证券

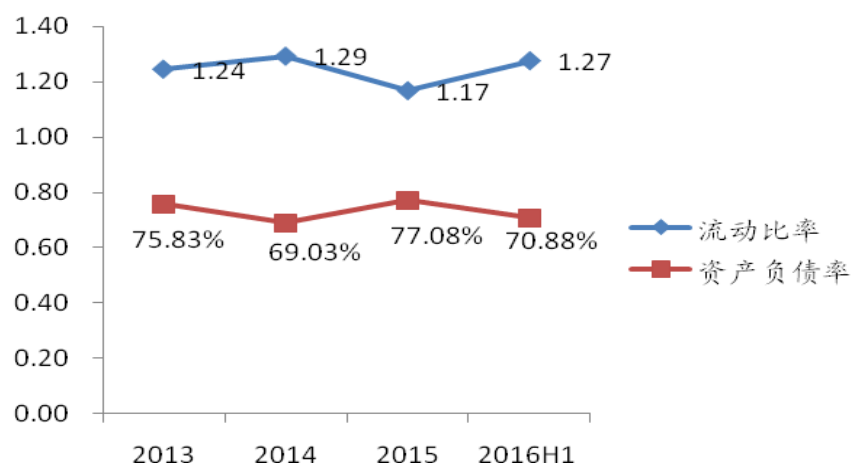
图 28: 公司三费占比的趋势十分稳定



资料来源: wind, 渤海证券

经营方面, 由于公司一直采用现金的方式进行销售确认, 因此公司的流动比率整体始终维持在 1.2 左右的水平, 说明公司经营活动现金流情况良好, 短期偿债能力较强。从负债水平来看, 近年来公司资产负债率一直维持在 70%左右的水平, 整体负债水平较为良好。

图 29: 公司流动比率、资产负债率情况



资料来源: wind, 渤海证券

5.盈利预测与投资评级

基本假设:

1、公司依托多年来在体育培训行业的深厚积淀和完善布局, 持续对既有场馆进行商业挖掘, 北京、上海、广州、深圳共 7 家场馆的击剑培训收入维持稳健、持续的增长, 击剑培训渗透率稳中有升, 客单价保持稳定, 使得公司传统击剑培训业务的整体的经营情况继续维持稳健的增长态势;

2、公司 2016 年在上海开业的万国体育中心经营运转良好，场馆产品销售资等项目进展顺利；此外公司在全国的规模化复制可以陆续释放业绩，规划项目得到逐步落地，促使公司得到持续的整体业绩增量。在 2016-2018 年公司其他新增场馆的环节上，我们预计公司 2016 年在北京约新增 2 家左右中型馆，2017 年全国预计开设约 6 家左右中型馆，2018 年全国预计开设约 1 家大型综合馆、7 家中型馆。

3、由于公司在场馆运营领域的深厚积淀，虽然后续经营场馆的持续扩张以及人员等编制将逐步扩大，但是公司销售费用、管理费用占比保持平稳状态。

表 7：公司盈利预测假设

业务	类别	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
击剑培训费与组赛	收入	93.74	109.69	125.70	198.55	408.72	604.33
	增速		17%	15%	48%	94%	45%
	成本	39.53	43.59	39.72	73.46	138.96	211.52
	毛利率	57.8%	60.3%	68.4%	63%	66%	65%
销售配套装备	收入	8.03	13.47	15.47	17.63	36.87	58.45
	增速		0.68	0.15	0.35	0.68	0.30
	成本	5.35	9.1521	9.98	11.46	23.97	39.16
	毛利率	33.3%	32.1%	35.5%	35%	35%	33%
其他业务	收入	0.1762	0.4816	0.0148	9.42	88.93	143.74
	增速	0%	173%	-97%	65%	60%	55%
	成本	0	0	0	0.00	35.13	63.26
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100%	60%	56%
合计（百万元）	收入	101.95	123.64	141.18	225.60	534.52	806.52
	增速		21.3%	14.2%	59.8%	136.9%	50.9%
	成本	44.89	53.74	49.70	84.92	198.06	313.94
	毛利率	55.97%	56.54%	64.79%	62%	63%	61%

注：其他业务收入包括与公司在培训及场馆运营相关提供的装备存放、食品饮料销售、停车服务、场馆出租等周边服务所获得的收入

盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别约为 2.26、5.35 和 8.07 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 0.36、1.04 和 1.31 亿元，对应每股收益分别为 6.22、17.83 元、22.33 元/股。

投资建议：

我们认为一方面国内体育培训行业具有空间大、可持续性强的特点，另一方面公司多年来在国内击剑培训领域处于绝对龙头地位，对于体育培训行业的探索和积

淀在产业内独树一帜，教练管理团队以及营销团队均在行业内具有极强的竞争优势，盈利能力较为出色，在国内同行业中处于领先地位。同时公司正在逐步通过进入篮球、舞蹈、自行车等项目，其与包括上海万国体育中心大馆的深度结合进军体育场馆运营领域，对于体育培训和场馆运营的深厚积淀将促使后续新增项目的落地对公司业绩贡献度保持快速提升，后续内容的持续复制能力强、前景广阔。我们看好万国体育的综合性体育服务平台的发展战略，首次覆盖公司，给予“增持”的投资评级。

6.风险提示

- （1）政策风险影响行业发展
- （2）行业竞争加剧，客单价出现较大波动
- （3）新增场馆进度及经营情况不达预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明： 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所高级销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn