



贵人鸟(603555.SH)

大鹏一日同风起，扶摇直上九万里

2016年10月24日

投资要点

买入(首次评级)

当前价: 26.42 元
目标价: 33 元

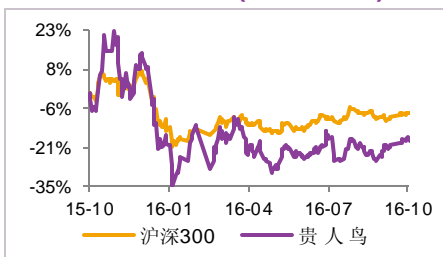
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-64408937
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 谢海音

电话: 010-64408703
邮箱: xiehaiyin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1969.0	2082.1	2449.9	2666.8
(+/-)	2.6%	5.7%	17.7%	8.9%
净利润	331.8	350.0	427.1	477.0
(+/-)	0.7%	5.5%	22.0%	11.7%
EPS(元)	0.54	0.57	0.70	0.78
P/E	48.9	46.4	38.0	34.0

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

国内知名运动鞋服品牌企业，向体育产业化集团升级

公司通过 5 家全资子公司打通了体育产业的上下游，业务范围涉及传统体育服饰的批发零售、体育项目投资、境外足球经纪业务、体育云平台以及体育保险等。公司股权高度集中，并推出第一期员工持股计划，为提升公司的盈利水平打好基础。公司债权与股权双轮驱动，财务结构良好。

思中求变，运动鞋服市场前景广阔，公司传统主业将渡过寒冬

公司增发股票用于建设服装类产品的生产供应链，降低生产成本与库存成本。公司由“批发模式”向“以零售为导向”的转型升级，终端渠道调整，存货减少。公司战略性布局三、四线城市，并持续加大对门店的调整力度，关闭了盈利能力较差的门店，保证自身的盈利能力。收购湖北杰之行，扩大了自营店的比例，与公司关闭低效门店战略形成互补，进一步提升了公司业绩。收购名鞋库，布局线上销售渠道。签约 AND1，快速切入专业篮球装备市场，是在目标消费市场的品牌营销，凸显品牌和渠道联动效应。

借助政策面的扶持，体育产业持续升温

近年来我国体育产业利好政策密集出台，对行业发展起正向促进作用。我国体育产业已经迈入黄金发展期，市场规模持续增大；体育产业的地位迅速提升，从过去的附属产业、体育事业已逐渐转变为独立的规模化的新兴产业。政策红利吸引大量资本流入，伴随着体育产业进一步放开，市场前景看好。

体育产业自上而下主要包括体育赛事娱乐业、体育消费服务业和体育用品制造业三个部分，目前我国体育产业中体育用品制造业占较大的比例，而伴随着体育产业的发展和成熟，体育赛事娱乐业和体育消费服务业未来必然会得到更快的发展，在体育产业中的比例也将逐步提升。

2015 年 7 月 31 日，我国北京获得了 2022 年第 24 届冬季奥林匹克运动会的举办权。冬季奥运会的申办成功，无疑为中国体育产业发展提供了新的机遇与挑战。

布局核心体育产业及相关产业集群，整合后协同效应逐渐显现

公司从传统的运动服饰逐渐向体育产业多元化发展，入股了知名体育媒体虎扑体育后，又建立了动域资本。目前，该体育基金已经投资了约 30 个项目，涵盖运动社区、赛事 IP、智能设备、媒体等多个领域。除此之外，公司还有进一步国际化的战略动作-入股西班牙足球经纪公司，借此达到了体育产业全面覆盖的商业布局。



目 录

投资要件	5
关键假设	5
我们区别于市场的认识	5
股价上涨的催化因素	5
估值	5
投资风险	6
一、国内知名运动鞋服品牌企业，向体育产业化集团升级	7
（一）国内知名运动鞋服品牌企业，通过 5 家全资子公司打通体育产业上下游	7
（二）公司股权高度集中，推出第一期员工持股计划	7
（三）债权与股权双轮驱动，财务结构良好	8
二、思中求变，运动鞋服市场前景广阔，公司传统主业将渡过寒冬	10
（一）纺织服装行业转暖时机来临，运动鞋服市场被看好，公司传统主业将反弹	10
（二）建设服装类产品的生产供应链，降低生产成本与库存成本	14
（三）线下终端战略性布局效果明显，收购杰之行如虎添翼	14
1、公司由“批发模式”向“以零售为导向”的转型升级，终端渠道调整，存货减少	14
2、终端门店战略布局显成效，盈利能力有提升	15
3、收购湖北杰之行，扩大自营店比例，与公司关闭低效门店战略形成互补，进一步提升公司业绩	16
（四）收购名鞋库，布局线上销售渠道	17
（四）签约 AND1，快速切入专业篮球装备市场，是在目标消费市场的品牌营销，凸显品牌和渠道联动效应	19
三、借助政策面的扶持，体育产业持续升温	20
（一）体育政策密集出台，产业规模不断刷新，社会资本纷至沓来	20
（二）我国体育产业结构不均衡，体育赛事娱乐业和体育消费服务业发展潜力巨大	21
（三）冬季奥运会的申办成功，为中国体育产业发展提供了新的机遇与挑战。	25
四、布局核心体育产业及相关产业集群，整合后协同效应逐渐显现	26
（一）公司与虎扑成立动域资本，加紧布局体育产业最上游	26
1、参股虎扑体育，承上启下，连通体育产业链	26
2、与虎扑成立体育产业基金“动域资本”，加快外延式发展步伐	28
3、瞄准校园学生群体，打造体育赛事 IP	29
（二）整合欧洲足球产业资源，开拓职业体育经纪领域	30
（三）布局体育衍生产品，完成体育产业链最后一环	32
1、投资星友科技，步入体育游戏领域，利润可期	32
2、成立享安保险，向体育保险领域进军	33
（四）倚靠媒体，公司用于布局体育产业链的各个投资联动起来，效果将显	34
五、盈利预测与估值-2016 年目标价 33 元/股，“买入”评级	34
（一）盈利预测	34
（二）估值	34
六、风险提示	35
（一）体育产业发展不及预期风险	35
（二）同行业竞争风险	35
（三）转型不及预期风险	35



图表目录

图表 1: 公司全资子公司覆盖体育产业链.....	7
图表 2: 公司前十大股东及持股情况.....	8
图表 3: 公司债务发行情况.....	8
图表 4: 公司资产负债率.....	9
图表 5: 公司期间费用情况(单位: 万元).....	9
图表 6: 供应链项目投资情况.....	10
图表 7: 我国 GDP 及增速情况.....	10
图表 8: 我国社会消费品零售总额及增速情况.....	10
图表 9: 纺织服装行业主营业务收入及增速情况.....	10
图表 10: 纺织服装行业营业利润及增速情况.....	10
图表 11: 2016 年 6 月至今我国人民币中间价日 K 线.....	11
图表 12: 我国运动鞋服各大品牌.....	12
图表 13: 全国百家大型零售企业服装类零售额增长情况(单位: %).....	12
图表 14: 2011-2016E 年纺织服装电子商务交易额及增长情况(单位: 亿元).....	12
图表 15: 2011-2020E 年国内运动鞋服行业收入.....	13
图表 16: 公司营收及增长情况.....	13
图表 17: 公司归母净利润及增长情况.....	13
图表 18: 公司 2015 年营业收入占比.....	14
图表 19: 公司存货及增长情况.....	15
图表 20: 公司营业成本及增长情况.....	15
图表 21: 公司盈利能力情况.....	16
图表 22: 交易前后, 杰之行股权变动情况.....	16
图表 23: 杰之行最近一年财务状况(未经审计, 单位: 万元).....	17
图表 24: 交易前后, 名鞋库股权变动情况.....	18
图表 25: 名鞋库最近一年财务状况(未经审计, 单位: 万元).....	18
图表 26: AND1 海报.....	19
图表 27: 我国近年来重大体育政策.....	20
图表 28: 我国体育产业规模(单位: 亿元).....	21
图表 29: 2015 年体育行业获投金额(单位: 亿元).....	21
图表 30: 体育产业链.....	22
图表 31: 中国体育产业收入细分占比.....	22
图表 32: 美国体育产业收入细分占比.....	22
图表 33: 2015-2020E 年体育保险市场规模预测(单位: 亿元).....	23
图表 34: 上市公司布局体育产业的相关动作.....	24
图表 35: 虎扑出资情况.....	26
图表 36: 虎扑体育旗下产品.....	27



图表 37: 虎扑体育网截图.....	27
图表 38: 动域资本投资项目	28
图表 39: 康湃思公司出资情况.....	30
图表 40: BOY 收购前一年财务状况（未经审计，单位：万欧元）	31
图表 41: 与 BOY 公司建立经纪业务的主要球员.....	31
图表 42: 公司旗下球星哈维.阿隆索.....	32
图表 43: 交易前后，星友科技股权变动情况.....	32
图表 44: 《最佳阵容》宣传海报	33
图表 45: 康湃思公司出资情况.....	33
图表 46: 享安保险官网截图	34
图表 47: 可比公司估值	35
附录：公司财务预测表（单位：百万元）	36



投资要件

关键假设

- 1、国家政策继续扶持体育产业，国民的健康意识在维持现状的基础上稳中有升。
- 2、体育市场化进程维持健康进展，各领域的企业抢占市场，但暂不会出现恶性竞争等情况发生。
- 3、公司发展战略与主营业务不会发生过大的变化。

我们区别于市场的认识

1、市场普遍认为我国纺织服装业处于寒冬，公司原主要业务将会拖垮公司业绩。我们认为人民币持续贬值的预期将会促使纺织服装行业回暖。并且受到国家体育政策的利好，纺织服装业中的**运动鞋服**与**电子商务**将有更好的发展。公司在传统主业方面采取了一系列行动：通过建立自己的服装供应链压缩成本；关闭低效店铺，收购杰之行，利用杰之行的销售渠道对公司线下关闭门店的数量进行有效补充；抓紧线上布局，收购名鞋库；与 AND1 达成合作协议，实现多品牌运营。**公司思中求变，借助于体育政策的宏利，我们相信其传统主业未来会有较好的变化。**

2、市场认为我国足球水平较低，因此足球市场不被看好，公司与 BOY 的合作不会对公司产生积极的作用。我们认为我国足球市场因为各种原因一直被忽略，也正因为这样，才存在着较大的发展潜力。国家将足球提升为一个国策的层面，足球市场将会有较大改变。但是，**将国外的成熟足球经纪业务引入我国不是短期可以实现的。公司提前布局，未来等足球市场爆发时，用来变现，将会为公司带来可观利益。**

3、市场认为我国游戏市场竞争极为严重，公司斥资 1 亿元收购星友科技所实现的利润将不能覆盖收购成本。我们认为，市场上体育游戏的数量较少，远没有游戏行业竞争激烈，如果创意足够新颖，有望实现较大的利润，足以覆盖并超过 1 亿元的收购成本。此外，体育游戏是公司整条体育产业链中衍生产品的布局，公司受益点不仅在于利润。**星友科技发行了多款受欢迎的手游，同时可视为一个较为不错的广告平台，公司可借助体育游戏提高自己的知名度。**

股价上涨的催化因素

- 1、国家和地方政策对体育产业的扶持。
- 2、人民币持续贬值，我国出口将增大，纺织服装业或有回暖。
- 3、公司非公开发行股票用于服装类产品自主生产链的建造。
- 4、发展体育核心赛事娱乐项目，已拥有自己的 IP，等其形成气候。
- 5、公司体育产业链布局的各公司将很快步入正轨，产生协同效应。

估值

我们预测公司 2016-2018E 的净利润分别为 387.93 百万元、479.52 百万元和 489.86 百万元，对应的 EPS 分别为 0.57 元/股、0.70 元/股和 0.78 元/股。公司充分整合既有资源，实现了向体育产业价值空间更深层次的挖掘。未来，公司有望完成以体育用品制造、



体育服务和体育娱乐运营相结合的多层次布局，成为领先的体育产业化集团。参考与公司主营业务相近的几家公司，首次覆盖，可以给予公司目标价**33元/股**，“买入”评级。

投资风险

体育产业发展不及预期风险、同行业竞争风险、转型不及预期风险



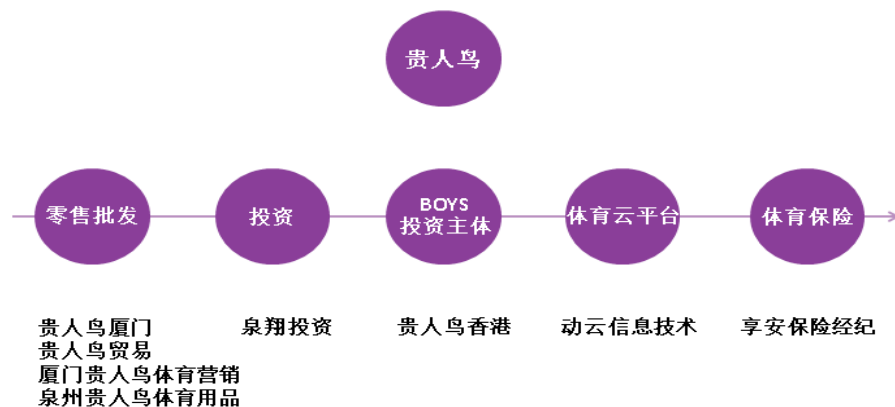
一、国内知名运动鞋服品牌企业，向体育产业化集团升级

（一）国内知名运动鞋服品牌企业，通过 5 家全资子公司打通体育产业上下游

贵人鸟股份有限公司是国内知名的运动鞋服品牌企业，主要从事贵人鸟品牌运动鞋服的研发、生产和销售。公司于 1987 年成立，2014 年 1 月在上海证券交易所挂牌交易，是我国 A 股上市市场上运动鞋服第一股。

公司上市以来，开始推动由”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”的战略升级，并通过 5 家全资子公司打通了体育产业的上下游，业务范围涉及传统体育服饰的批发零售、体育项目投资、境外足球经纪业务、体育云平台以及体育保险等。

图表1： 公司全资子公司覆盖体育产业链



资料来源:公司公告、联讯证券

（二）公司股权高度集中，推出第一期员工持股计划

公司股权高度集中，提高了管理效率的同时降低了代理成本，为公司坚持贯彻围绕体育产业发展的既定战略方针起到了关键的推动作用。贵人鸟集团（香港）有限公司持有公司 48,436.50 万股，占总股本比例为 78.89%，为公司控股股东。公司董事长兼总经理林天福持有贵人鸟集团 100% 的股份，为公司实际控制人。



图表 2：公司前十大股东及持股情况

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
1	贵人鸟集团 (香港) 有限公司	48,436.50	78.89
2	中国证券金融股份有限公司	1,417.04	2.31
3	贵人鸟投资有限公司	1,050.00	1.71
4	中国建设银行股份有限公司 -交银施罗德蓝筹混合型证券投资基金	652.90	1.06
5	中国建设银行股份有限公司 -华夏医疗健康混合型发起式证券投资基金	559.21	0.91
6	陕西省国际信托股份有限公司 -陕国投·如意 87 号定向投资集合资金信托计划	552.00	0.90
7	陕西省国际信托股份有限公司 -陕国投·如意 86 号定向投资集合资金信托计划	533.41	0.87
8	福建省弘智投资管理有限公司	525.00	0.86
9	招商财富-招商银行 -贵人鸟 1 号员工持股专项资产管理计划	423.49	0.69
10	中央汇金资产管理有限责任公司	404.65	0.66
	合计	54,554.20	88.86

资料来源：Choice、联讯证券

2015 年 8 月，公司通过招商财富资产管理有限公司开立了证券账户实施了 2015 年第一期员工持股计划-“招商财富-贵人鸟 1 号员工持股专项资产管理计划”。截至 2015 年 9 月 25 日，公司 2015 年第一期员工持股计划购买股票已经实施完毕。“招商财富-贵人鸟 1 号员工持股专项资产管理计划”通过上海证券交易所证券交易系统累计购入公司股票 4,234,927 股，占公司总股本的 0.69%，成交均价约为 22.48 元/股。公司董事、监事和高级管理人员及其他员工实际认购此次员工持股计划份额的人数为 57 人，实际认购金额共 5,000 万元。此次员工持股计划所购买的股票锁定期自 2015 年 9 月 25 日起 12 个月。**第一期员工持股激励措施，为提升公司的盈利水平打好基础。**

（三）债权与股权双轮驱动，财务结构良好

上市以来，公司频繁使用债券工具，以保证良好的现金流。2014 年 11 月，公司公开发行了债券“14 贵人鸟”，发行规模 8 亿元，信用评级“AA”。2015 年，公司成功注册了 8 亿元的短期融资券。2016 年 5 月，公司申请发行规模为 15 亿元的超短期融资券。

图表 3：公司债务发行情况

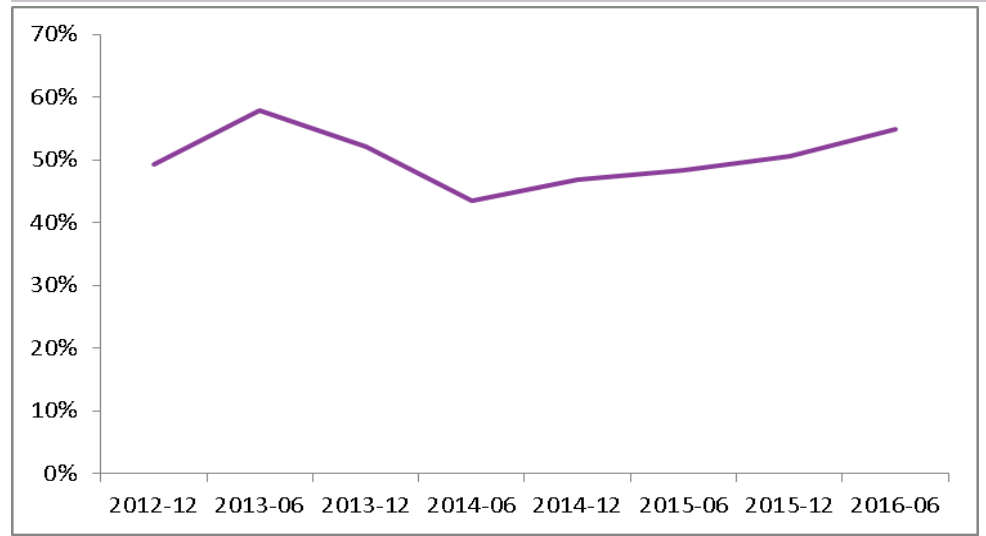
名称	代码	发行规模 (亿元)	利率	发行期限 (天)	兑付日期
14 贵人鸟	122346	8	6.80%		2019 年 12 月 3 日 (回购期限为 2017 年 12 月 3 日)
15 贵人鸟 CP001	41553081	4	4.04%	366	2016 年 10 月 14 日
16 贵人鸟 CP001	41653002	2	3.97%	366	2017 年 1 月 13 日
16 贵人鸟 CP002	41653003	2	3.97%	366	2017 年 1 月 13 日
16 贵人鸟 SCP001	11698448	3	3.50%	270	2017 年 6 月 11 日
16 贵人鸟 SCP002	11698526	3	3.48%	270	2017 年 6 月 26 日

资料来源：公司公告、联讯证券

公司资产负债处于健康水平，既保证了自身长期偿债的能力，又维持了自身的发展水平。2012 年以来，公司的资产负债率维持在 50%左右，财务结构健康。



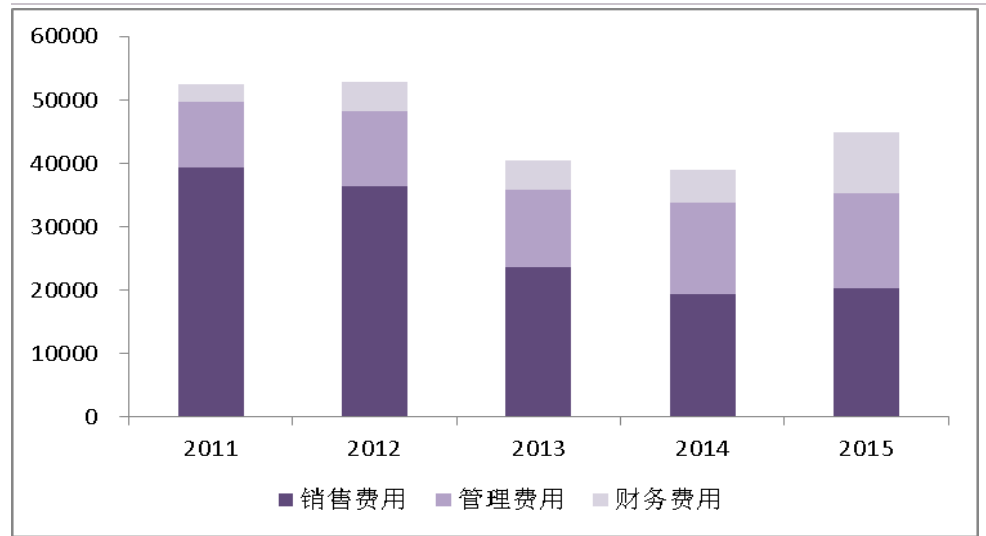
图表 4：公司资产负债率



资料来源:Choice、联讯证券

较频繁的债权融资导致公司财务费用大幅度增加。2015 年，公司财务费用花销为 9,623.55 万元，同比增长 88.03%，占该年期间费用的比例为 21.41%。

图表 5：公司期间费用情况（单位：万元）



资料来源:Choice、联讯证券

2015 年 11 月，公司发布了非公开发行 A 股股票的预案，2016 年 8 月，该申请已获得中国证监会审核通过。经过调整，公司此次非公开发行股票的数量不超过 1,800 万，募集资金总额不超过 39,644.82 万元，募集的资金将用于供应链建设项目。预计总投资额 55,074.84 万元，其中建设投资 39,644.82 万元，流动资金 15,430.02 万元，建设期为三年。建设投资所需资金通过此次非公开发行股票募集，流动资金公司将通过自筹资金解决。

公司传统主业的成本将有效压缩，利润随之进一步提升。此外，公司的财务结构将更加健康，财务费用的支出也将随之减少，伴随着股票增发的利好逐渐释放，未来股价存在上涨预期。



图表 6：供应链项目投资情况

项目	供应链建设项目投资金额（万元）	备注
建设投资	39,644.82	资本化
流动资金	15,430.02	非资本化
总投资	55,074.84	
拟使用募集资金投入	39,644.82	不包含流动资金

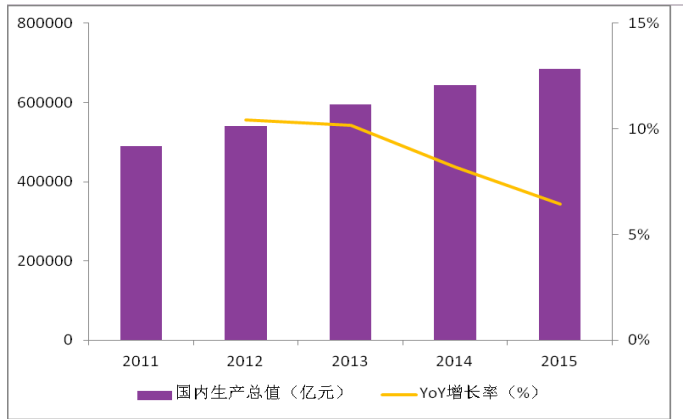
资料来源：公司公告、联讯证券

二、思中求变，运动鞋服市场前景广阔，公司传统主业将渡过寒冬

（一）纺织服装行业转暖时机来临，运动鞋服市场被看好，公司传统主业将反弹

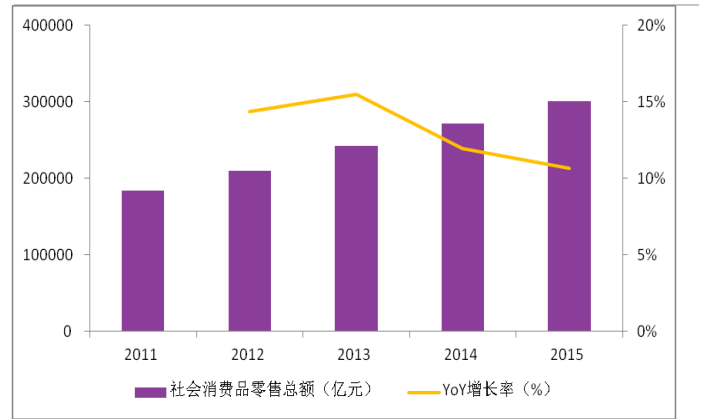
2011 年以来，我国国民经济规模逐年扩大，但增速放缓。2015 年，我国 GDP 实现 685,506 亿元，同比增长 6.45%；我国社会消费品零售总额达到 300,930.80 亿元，同比增长 10.68%。

图表2：我国 GDP 及增速情况



资料来源：国家统计局、联讯证券

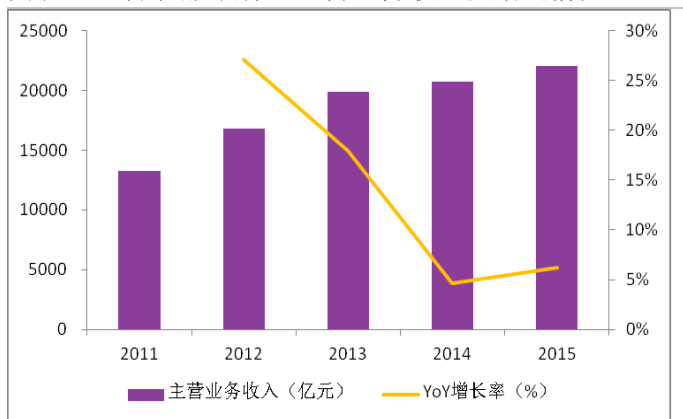
图表3：我国社会消费品零售总额及增速情况



资料来源：国家统计局、联讯证券

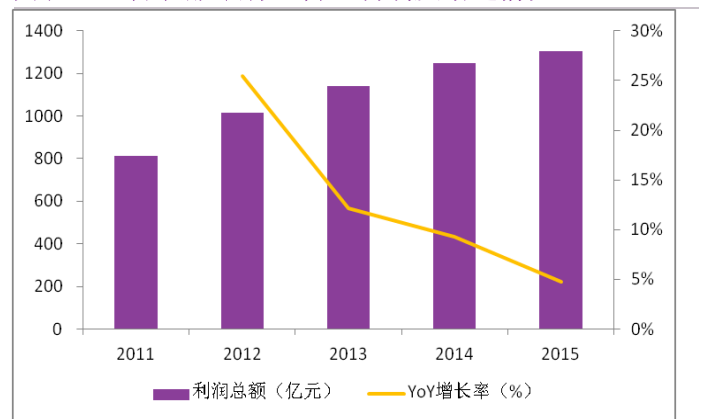
受我国宏观经济的影响，纺织服装行业的收入与盈利增长速度下滑，行业面临较大的经营压力。2015 年，纺织服装行业实现主营业务收入 22,067.90 亿元，同比增长 6.25%；营业利润 1,306.30 亿元，同比增长 4.25%。

图表4：纺织服装行业主营业务收入及增速情况



资料来源：国家统计局、联讯证券

图表5：纺织服装行业营业利润及增速情况



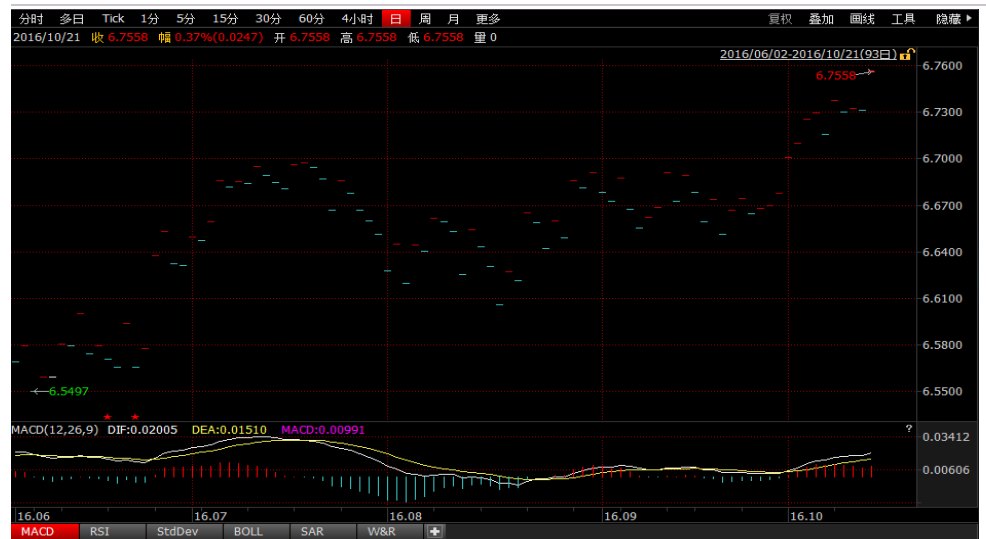
资料来源：国家统计局、联讯证券



2016 年以来，美元持续走强，导致人民币贬值；进入 10 月后，人民币汇率加速下滑，兑美元的中间价出现了四连跌。10 月 21 日，人民币汇率中间价报 6.7558 元，大幅下跌 247 点，成为六年来最低水平。人民币的贬值预期变得越来越稳定，利好出口型企业。

对于纺织服装企业而言，业务中出口占比较高，人民币大幅度贬值将会刺激我国出口，对纺织服装行业产生一定的利好。一方面，人民币贬值将直接增加出口业务占比较高的纺织服装业公司的订单量。一般地，出口型企业都以美元计算，订单量增加将会直接体现在公司业绩上。另一方面，出口业务占比较低的纺织服装企业将得益于整个板块的提升。

图表6： 2016 年 6 月至今我国人民币中间价日 K 线



资料来源:Wind、联讯证券

我国运动鞋服行业竞争激烈，差异化布局至关重要。目前，我国主要运动品牌包括耐克、李宁、阿迪达斯、安踏、361 度、特步、匹克、乔丹、贵人鸟和彪马等，各大品牌纷纷抢滩一、二线城市。其中，以耐克和阿迪达斯为代表的国际知名运动品牌在我国一、二线运动鞋服市场处于领导地位。由于三、四线城市居民平均收入低于一线城市，消费者价格敏感度相对较高，国内部分运动品牌重点布局于三、四线城市市场，并通过集中的营销网络布局、适合三、四线城市消费者的定价策略，在三、四线市场布局中占有重要的地位。



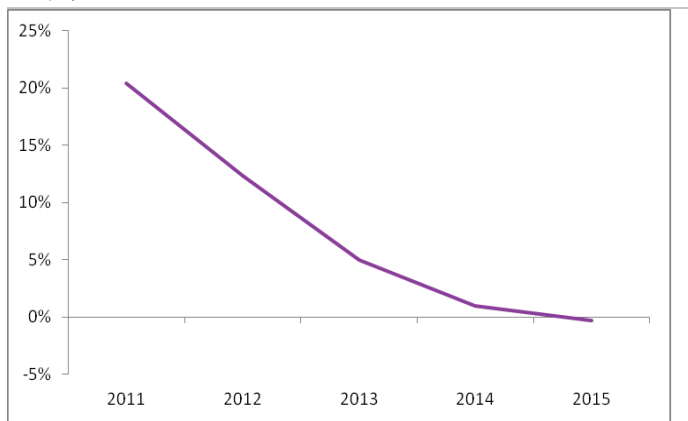
图表7： 我国运动鞋服各大品牌



资料来源:互联网、联讯证券

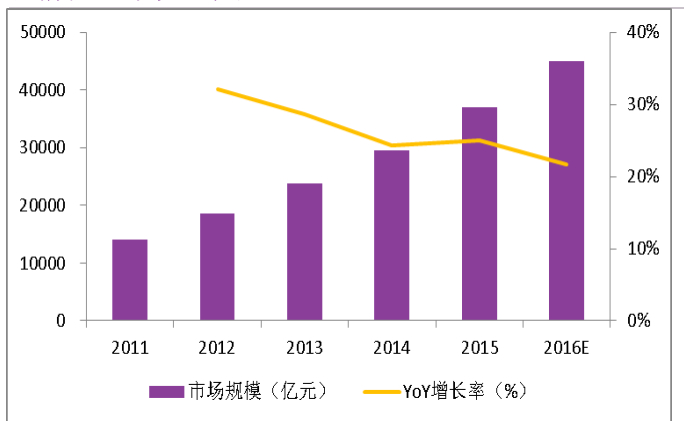
从渠道类型来看，我国服装类商品线下销售低迷。2015 年，我国全国百家重点大型零售企业服装商品销售额较上一年下降 0.30%。然而，随着消费者购物习惯的转变，特别是伴随电子商务行业成长起来的一代年轻人逐渐成为有购买能力的消费者后，纺织服装行业线上销售逆势大幅度提升。2011 年以来，我国服装电子商务交易规模每年以不低于 20% 的年复合增长率快速扩大，2015 年，我国纺织服装电子商务交易总额为 3.7 万亿元，同比增长 25%。预测 2016 年我国纺织服装电子商务交易额可达 4.5 万亿元。因此，纺织服装类公司由传统线下销售发展为线上线下相结合的布局已成为困境中求发展的必要战略。

图表8： 全国百家大型零售企业服装类零售额增长情况
(单位：%)



资料来源:国家统计局、联讯证券

图表9： 2011-2016E 年纺织服装电子商务交易额及增长情况 (单位：亿元)

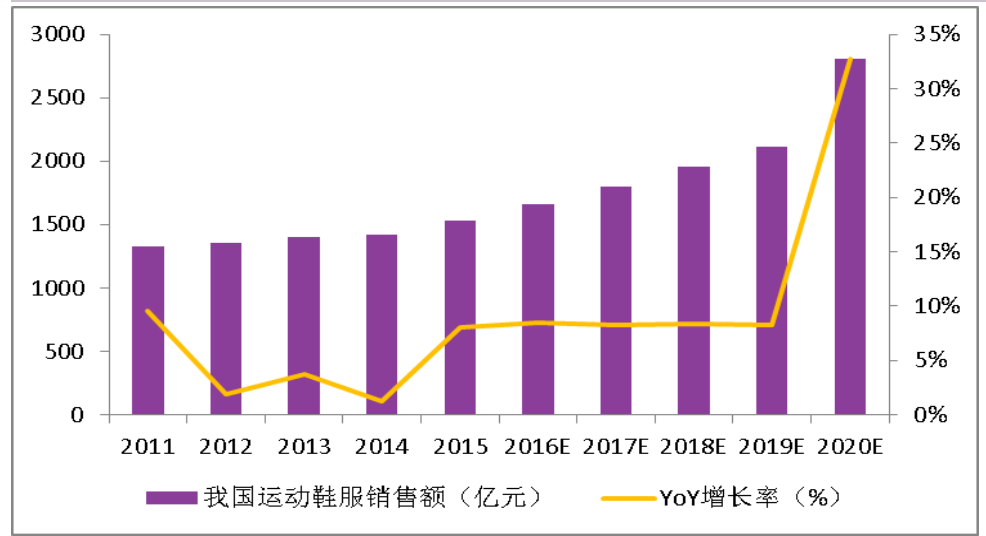


资料来源:中国电子商务研究中心、联讯证券

随着我国体育产业政策层面的支持，运动爱好群体随之增加，纺织服装类中的运动鞋服拥有较好的市场前景。根据 Euromonitor 的统计数据，2015 年，我国运动鞋服市场容量将超过 1,500 亿元，并在随后的 5 年里以不低于 8% 的年复合增长率快速扩大，预计 2020 年我国运动鞋服市场容量将达到 2,808 亿元。



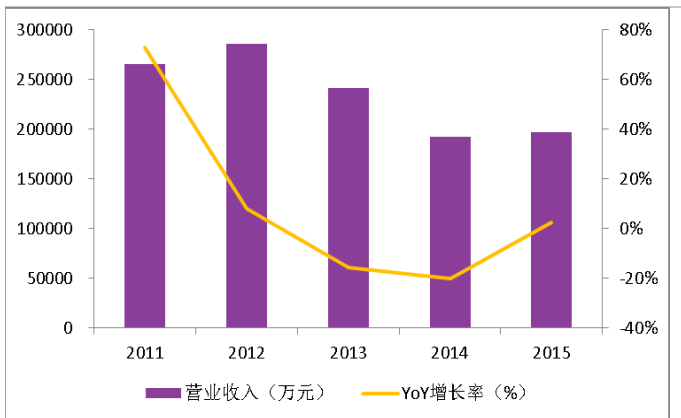
图表10: 2011-2020E 年国内运动鞋服行业收入



资料来源:Euromonitor、联讯证券

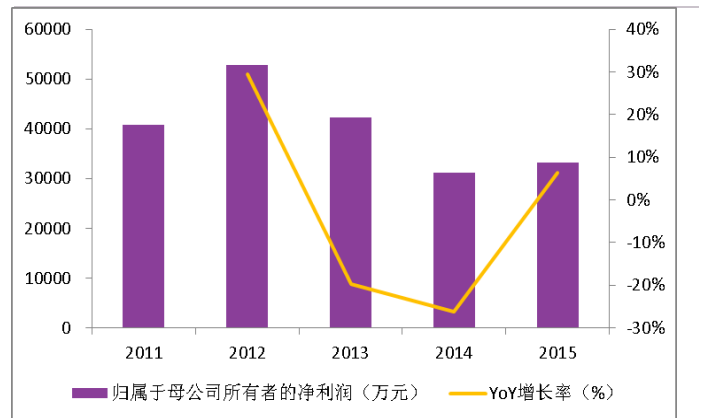
2011-2014 年, 受到到我国经济下行的压力, 公司的营业与归母净利润大幅下滑。随后, 随着 2015 年我国运动鞋市场规模的扩大, 公司的营业收入与归母净利润, 也有所回升, 实现营业收入 196,902.20 万元, 同比增长 2.57%; 实现归母净利润 15,703.92 万元, 同比增长 6.28%。

图表11: 公司营收及增长情况



资料来源:Choice、联讯证券

图表12: 公司归母净利润及增长情况

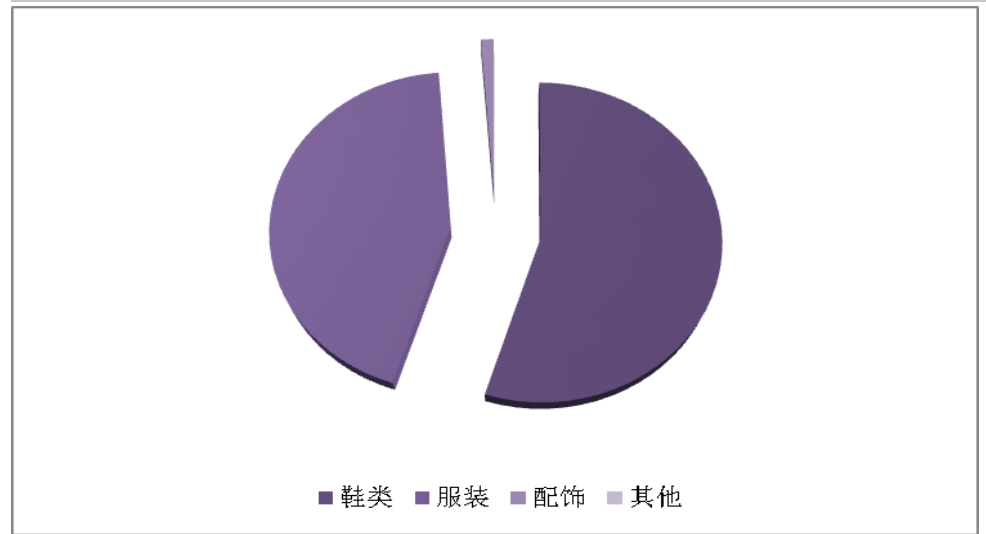


资料来源:Choice、联讯证券

公司的营业收入几乎全部来源于运动鞋服类产品, 具有较好的发展空间。2015 年, 公司运动鞋类产品与服装类产品的营业收入合计占公司总营业收入的比例为 98.59%。未来, 随着我国运动鞋服市场的规模逐渐增大, 公司只要用心布局, 传统主业有望恢复并超过公司历史巅峰业绩水平。



图表 13: 公司 2015 年营业收入占比



资料来源:Choice、联讯证券

(二) 建设服装类产品的生产供应链，降低生产成本与库存成本

公司主营业务收入以运动鞋服为主。其中，公司的鞋类产品以自主生产为主，服装类产品全部采用外协模式。2015 年，公司申请通过非公开发行股票筹资，用于服装生产供应链的建设，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。预计公司新建设的服装生产供应链年产各品牌服装生产能力约为 1,000 万件/套，并配套建设仓储物流、车间办公、变配电室等设备。自主生产可根据市场情况，较大提升订单的响应速度，以及生产灵活性，可有效地避免库存滞销问题，保证较好的现金流。此外，服装类产品质量的稳定性也会随之提升。更重要的是，自主生产有助于公司压缩生产环节的成本，从而提升利润水平，增强公司主营业务的盈利能力。

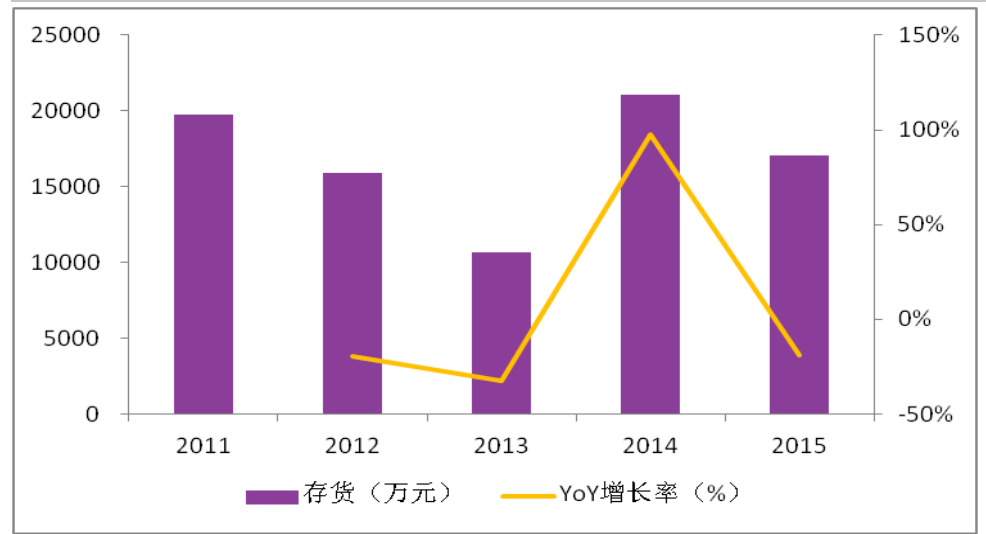
(三) 线下终端战略性布局效果明显，收购杰之行如虎添翼

1、公司由“批发模式”向“以零售为导向”的转型升级，终端渠道调整，存货减少

2014 年，公司积压存货 21,093.86 万元，较 2013 年的存货水平有将近一倍的增长。之后，公司坚持“以零售为导向”的业务模式，加快了供应链反应速度，构建了成熟的零售终端管理体系，合理控制了经销商订货规模，去库存取得了积极的成效。2015 年，公司存货 17,070.82 万元，同比下降 19.07%。未来，在坚持该策略的基础上，伴随着服装类产品供应链建设的落地，公司的存货将进一步减少。



图表14: 公司存货及增长情况

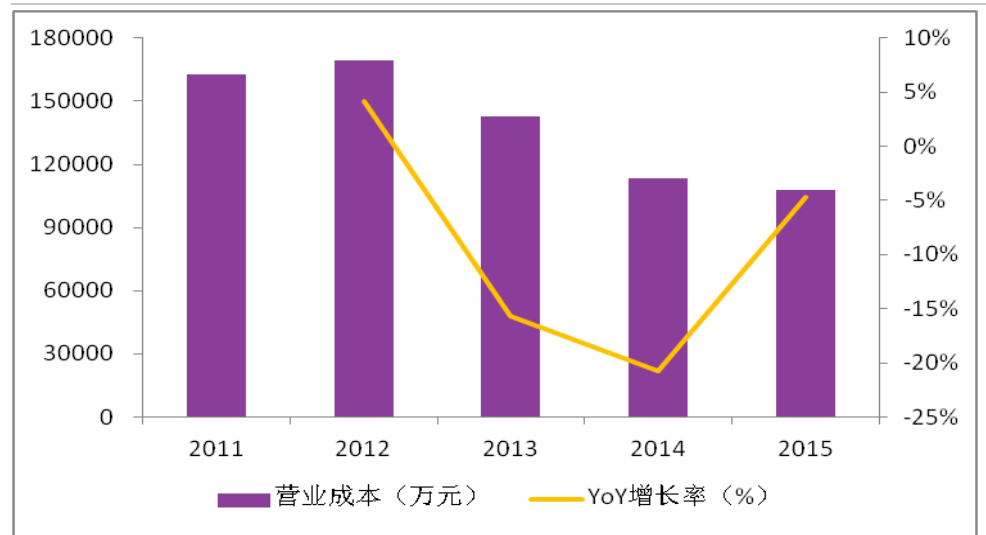


资料来源:Choice、联讯证券

2、终端门店战略布局显成效，盈利能力有提升

公司持续加大对门店的调整力度，关闭了盈利能力较差的门店，以保证自身的盈利能力。截至2015年年底，公司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348,056.19平方米。新开零售终端565家，关闭零售终端1,126家，公司营业成本随之减少。公司该年的营业成本为107,901.13万元，同比减少4.69%。

图表15: 公司营业成本及增长情况

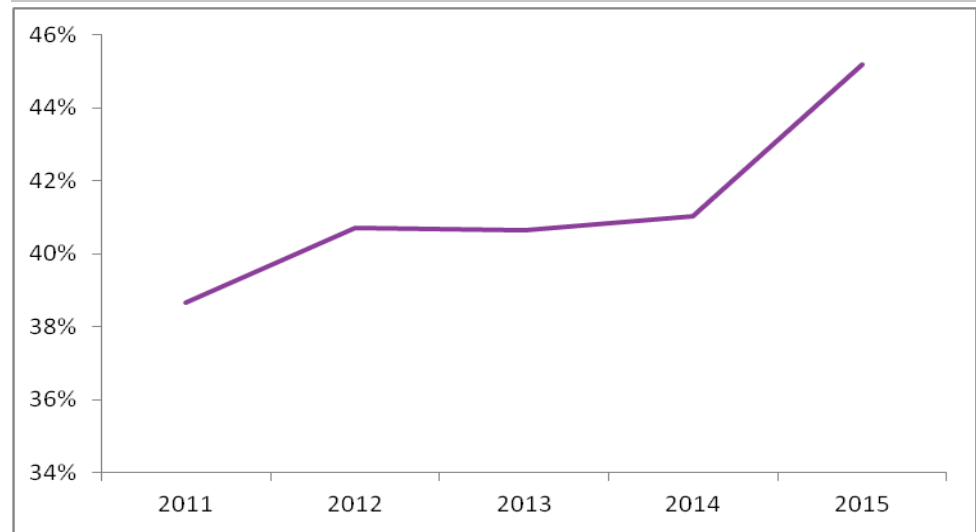


资料来源:Choice、联讯证券

公司营业成本的减少直接反映在其毛利率的大幅度提升上。2015年，公司毛利率达到最大值45.20%，同比增长10.19%，高出营业收入增长率7.62个百分点，从一定程度上反映出了公司关闭低效门店以降低营业成本的成效。



图表 16: 公司盈利能力情况



资料来源:Choice、联讯证券

公司战略性布局三、四线城市，增强了自身的盈利能力。按照城市分级划分，公司在一线城市零售终端布局 424 家，二线城市零售终端 846 家，三线城市零售终端 1621 家，四线城市零售终端 1422 家。三、四线城市市场的消费者平均收入较低，消费者价格敏感度相对较高，因此更倾向于选择高质量但价格相对较低的国内品牌。此外，三、四线城市市场的零售终端回报率明显高于一、二线城市市场。公司的战略布局，使公司巧妙地避开激烈竞争的同时，形成自己的区域竞争能力。

3、收购湖北杰之行，扩大自营店比例，与公司关闭低效门店战略形成互补，进一步提升公司业绩

2016 年 6 月，公司出资人民币 38,310.50 万元用于受让杰之行 50.01% 的股权，成为其控股股东。

图表 17: 交易前后，杰之行股权变动情况

股东名称	变动前持股 (万股)	持股比例 (%)	变动后持股 (万股)	持股比例 (%)
邱小杰	6,792.13	47.46	6,792.13	37.18
汪丽	1,781.50	12.45	0	0
金石投资有限公司	3,052.55	21.33	0	0
杭州金灿丰德股权投资合伙企业 (有限合伙)	342.55	2.39	0	0
许英挺	513.83	3.59	513.83	2.81
刘驰	571.37	3.99	571.37	3.13
刘娟	342.55	2.39	342.55	1.87
张庆华	274.04	1.92	274.04	1.50
武汉杰投资中心 (普通合伙)	639.48	4.47	639.48	3.50
贵人鸟	0	0	9,137.05	50.01
合计	14,310.00	100	18,270.45	100

资料来源:公司公告、联讯证券



湖北杰之行体育产业发展股份有限公司成立于 2007 年 4 月，是一家体育运动产品专业零售商。截至 2016 年 4 月，杰之行经销网点覆盖湖北、湖南以及河南等地，共有零售终端 265 家，零售终端面积 79,090 平方米。杰之行的高级管理人员均长期从事体育品牌零售、批发及相关行业，拥有较丰富的运营与管理经验。

截至 2015 年 12 月 31 日，杰之行总资产 96,407.17 万元，净资产 18,597.05 万元；2015 年实现营业收入 81,738.04 万元，实现净利润 4,000.08 万元，并承诺 2016 年的净利润将不低于 5,000 万元，2016-2018 三年的净利润合计不低于 2 亿元。公司在并购完成后将近一步增厚公司业绩，杰之行会成为公司一个新的业绩增长点。

图表 18： 杰之行最近一年财务状况（未经审计，单位：万元）

	2015 年	2016 年 1-4 月
总资产	96,407.17	
净资产	18,597.05	
营业收入	81,738.04	28,234.85
净利润	4,000.08	696.32

资料来源：公司公告、联讯证券

收购杰之行是公司对于运动鞋服线下渠道的重要布局。此次收购直接为公司增加了杰之行所拥有的零售终端 265 家，总面积 7.9 万平方米，从一定程度上弥补了公司关闭门店的数量。

另一方面，杰之行为集团提供了一个完整的零售团队，更有利于加强企业在线下零售行业的管理能力。为应对运动鞋服行业低迷的影响，公司自 2014 年提出“以零售为导向”的业务转型升级，但公司作为一家品牌公司，在零售方面还是欠缺经验。杰之行拥有一支完整的零售团队，深耕行业近十年，拥有丰富的零售经验。公司收购杰之行，引入其团队有利于公司提升自身的零售水平。

（三）收购名鞋库，布局线上销售渠道

随着互联网电商行业的不断壮大和市场需求以及消费习惯的改变，电子商务已经成为了每家企业销售渠道中的重要一环，用信息化再造企业内部管理、外部渠道及商业模式，未来品牌都必然要与互联网相结合。网络消费作为当前重要的消费渠道，可以有效满足当前消费者高效、便捷和经济的消费需求，符合当前消费新趋势。然而，少有适应型人才和相关技术人员却是企业由传统线下销售向线上进军的主要壁垒。

2016 年 8 月，公司出资 38,250 万元收购名鞋库 51% 的股权，成为其控股股东，标志着公司正式向互联网电商进军，并借助名鞋库在互联网电商行业的专业技术与市场占有率快速打通线上渠道。



图表19: 交易前后, 名鞋库股权变动情况

股东名称	变动前持股(万股)	持股比例(%)	变动后持股(万股)	持股比例(%)
许松茂	3,512	35.12	1,720.88	17.21
黄进步	2,633	26.33	1290.17	12.90
唐昕野	2,633	26.33	1290.17	12.90
韩步勇	1,111	11.11	544.39	5.44
林少婷	111	1.11	54.39	0.54
贵人鸟			5100	51.00
合计	10,000	100	10,000	100

资料来源: 公司公告、联讯证券

名鞋库自 2008 年进入电商领域, 是中国最早的一批网络零售商, 具有丰富的在线销售经验。历经了行业的充分竞争和洗牌, 名鞋库拥有较强的网络运营能力, 并发展成为行业领先的运动休闲装备网络零售商。目前, 名鞋库业务主要包括两部分: 通过电商平台自营销售和为品牌公司提供代运营服务。渠道方面, 名鞋库涉及自有垂直平台, 以及天猫和京东等大型平台服务商, 销售规模位于行业前列。建立至今, 名鞋库运营的产品包括 NIKE、Adidas、New Balance 等 20 多个国际知名运动品牌, 有较大的知名度和影响力。同时也在为李宁、茵宝等 5 家品牌提供互联网代运营服务。名鞋库从 2014 年代理运营天猫“李宁官方旗舰店”, 2015 年实现单日销售额超过 1.25 亿元。

截至 2015 年年底, 名鞋库总资产 12,040.58 万元, 净资产 3,688.56 万元; 2015 年实现营业收入 34,454.34 万元, 实现净利润 2,473.64 万元。名鞋库承诺 2016 年、2017 年、2018 年的净利润分别不低于 3,000 万元、4,000 万元、5,000 万元。每年实现的净利润可向下浮动 15%, 但三年实现的净利润合计将不低于 12,000 万元。稳定的销售业绩可辅助公司主营业务的营销份额在目前市场处于临时萎靡时, 逆势增长。

图表20: 名鞋库最近一年财务状况(未经审计, 单位: 万元)

	2015 年	2016 年 1-7 月
总资产	12,040.58	35,018.67
净资产	3,688.56	33,973.87
营业收入	34,454.34	18,773.78
净利润	2,473.64	1,168.81

资料来源: 公司公告、联讯证券

收购名鞋库, 将推动公司运动鞋服业务的线上渠道布局, 通过与目前公司的线下渠道整合优化, 为公司发展提供了更为开阔的销售渠道。收购名鞋库使得公司真正拥有了专业的互联网接入技术和运营能力, 有助于公司进一步以互联网思维对贵人鸟品牌进行管理, 强化公司的互联网基因, 从而捕捉市场新变化带来的发展机会。此外, 收购名鞋库可帮助公司快速铺设互联网销售渠道, 在现有流量的基础上, 提高企业产品在线销售优势, 通过名鞋库在各个平台的良好信用和检索优势大大减少了自行开设互联网店铺的运营成本和时间成本。在仓储、物流和店铺资源方面, 公司都可获得名鞋库强大的基因与技术支持。此次收购名鞋库对公司现有渠道有着重要的补充和协同作用, 通过和杰之行实现运动鞋服产品线上线下渠道的有效协同和优势互补, 有助于公司线上线下渠道的完整布局。



（四）签约 AND1，快速切入专业篮球装备市场，是在目标消费市场的品牌营销，凸显品牌和渠道联动效应

我国运动鞋服品牌回归专业化，细分领域将有更多发展机会。在全民健身的热潮下，消费者越来越青睐专业化运动装备。篮球在我国受到较大程度的欢迎，引起每家运动品牌都的重视。

2016年10月，公司得到了 AND1 的授权，在中国大陆、台湾、香港以及澳门地区制造、分销、推广商标授权产品，全面切入篮球专业鞋服市场，实现了多品牌运作模式，以抢占新市场。

AND1 是国际知名篮球品牌，由 3 名爱好篮球的大学生于 1993 年在美国芝加哥创立，产品包括篮球鞋、篮球服、热身服、T 恤及其他配件等。AND1 拥有独特的品牌形象及文化，拥有张扬的街头篮球基因、个性化的设计、及咄咄逼人的品牌语言。AND1 畅销全球 70 多个国家，在美国、加拿大、澳大利亚、南美洲及欧洲多国尤受欢迎。根据 2016 年 2 月 ESPN 的评选报道，AND1 的 TAICHI 太极篮球鞋，当选 NBA 全明星史上最佳 5 双篮球鞋款之一。

图表 21： AND1 海报



资料来源:互联网、联讯证券

一直以来，AND1 都在寻找合适的合作企业，以切入大陆市场。由于合作之前 AND1 一直没有正式进入中国市场，市面销售的主要产品以非授权经销商或假冒品居多。此次授权正式将品牌入住本土，原有的受众群体和 3 亿篮球球迷的市场环境尤为乐观。与此同时，公司运营自有品牌二十多年具备了一定的品牌运营经验和丰富的市场资源。此次授权每五年为一个周期，分期支付授权费用，合计支付约 2,600 万美元，较大程度增厚了公司的利润。

篮球是“三大球”之一，同时也是我国群众运动基础较好的运动项目，篮球装备市场发展迅速。AND1 作为国际知名的专业的篮球装备生产销售商，拥有丰富的专业篮球运动装备的设计研发经验，是一个专业的篮球运动员与极度爱好者的专属品牌，公司通过引进 AND1 品牌可以快速的切入到专业篮球装备市场。通过杰之行和名鞋库进行线上线下销售，凸显品牌和渠道联动效应。



三、借助政策面的扶持，体育产业持续升温

(一) 体育政策密集出台，产业规模不断刷新，社会资本纷至沓来

近年来我国利好政策密集出台，对我国体育产业有正向促进作用。2014年10月，国务院印发了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，将全民健身上升为国家战略层面。预计到2025年体育产业总规模将超过5万亿元，经常参加体育锻炼的人数达到5亿。2016年5月，国家体育总局发布《体育发展“十三五”规划》，对我国下一个五年的体育产业提出明确目标及规划。到2020年，全国体育产业总规模超过3万亿元。

图表22：我国近年来重大体育政策

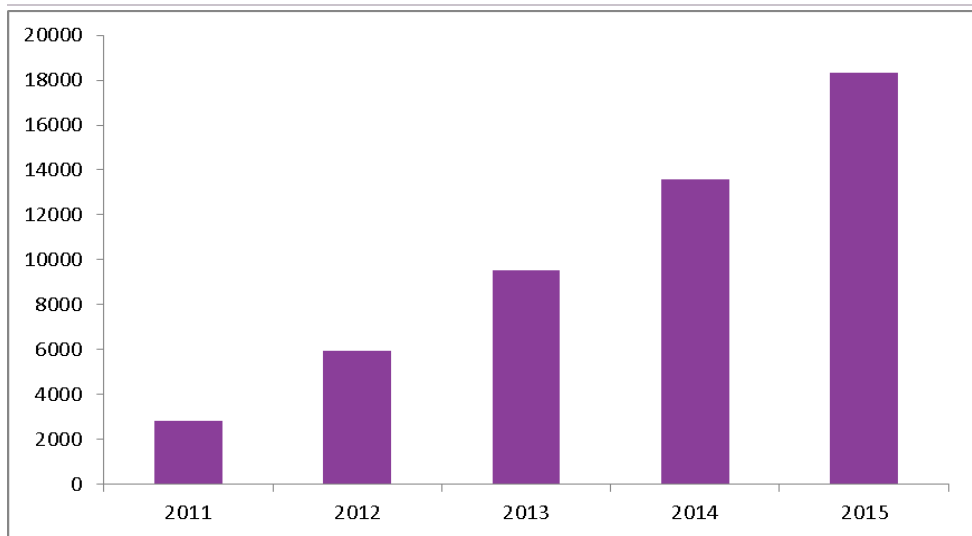
时间	文件名	主要内容
2014.09	部署加快发展体育事业，促进体育消费，推动大众健身	积极推动公共体育设施向社会开放，优化市场环境。
2014.10	国务院关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见	到2025年，体育产业总规模超过5万亿元。
2014.12	体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见	全面推进体育赛事审批制度改革，打破社会力量组织、承办体育赛事的制度壁垒，落实“取消体育赛事审批”制度。
2015.08	中国足球协会调整改革方案	中国足协与体育总局脱钩，依法独立运行。
2016.04	关于印发中国足球中长期发展规划（2016-2050年）的通知	确定足球为国民经济的重要产业，主要任务包括构建制度体系、培养人才队伍、建设场地建设、丰富赛事活动等。
2016.05.	体育发展“十三五”规划	提出下一个五年的体育产业明确目标及规划，到2020年，全国体育产业总规模超过3万亿元。
2016.06	国务院关于印发全民健身计划（2016—2020年）的通知	到2020年，群众体育健身意识普遍增强，每周参加1次及以上体育锻炼的人数达到7亿，经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿，体育消费总规模达到1.5万亿元。
2016.08	体育总局关于印发《竞技体育“十三五”规划》的通知	“十三五”期间我国的竞技体育将实施奥运争光计划，要把足球改革作为突破口提升三大球项目发展水平，同时以筹办冬奥会为契机推动冰雪运动的开展。

资料来源：国家体育总局、联讯证券

在国家对体育产业支持力度加大的背景下，标志着我国体育产业已经迈入黄金发展期，体育产业的市场规模将大幅增加。近5年来，我国体育产业平均增长率约为16%，远高于国民经济9%—10%的增长水平。2015年，其总规模达18,311亿元，是2011年的6.5倍，占当年GDP的0.7%。体育产业地位迅速提升，从过去的附属产业、体育事业已逐渐转变为独立的规模化的新兴产业。目前的产业规模距离2020年的3万亿还有很大的增长空间。



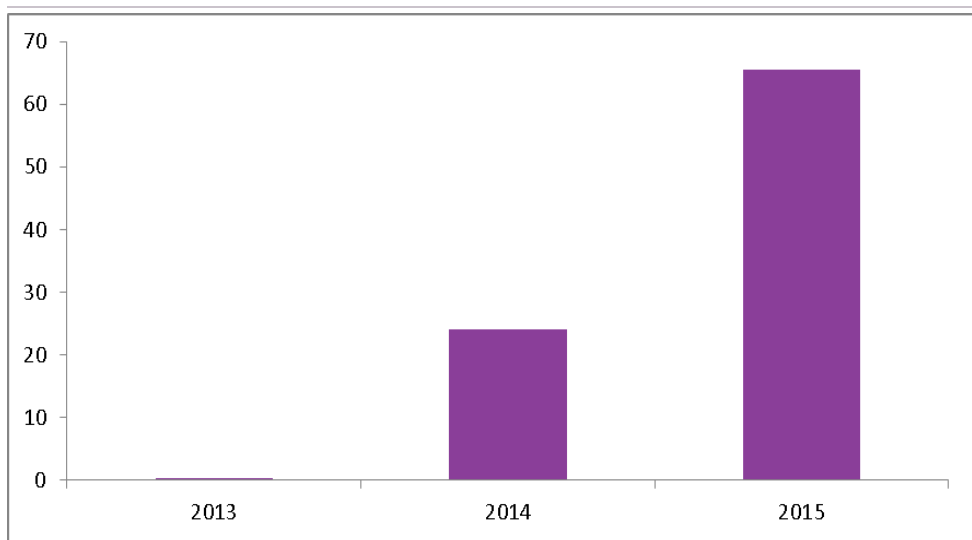
图表23: 我国体育产业规模(单位: 亿元)



资料来源:中国产业信息网、联讯证券

政策红利吸引大量资本流入,伴随着体育产业进一步放开,市场前景看好。随着市场化改革的深入,体育产业并购基金爆发式增长。2015年体育行业整体获投资金额超65亿元,是2014年的2.7倍,2013年的164倍,发展速度惊人。社会资本持续看好并大规模进入体育产业,将形成产业内外部良性循环,促进产业结构升级,激发市场活力。

图表24: 2015年体育行业获投资金额(单位: 亿元)



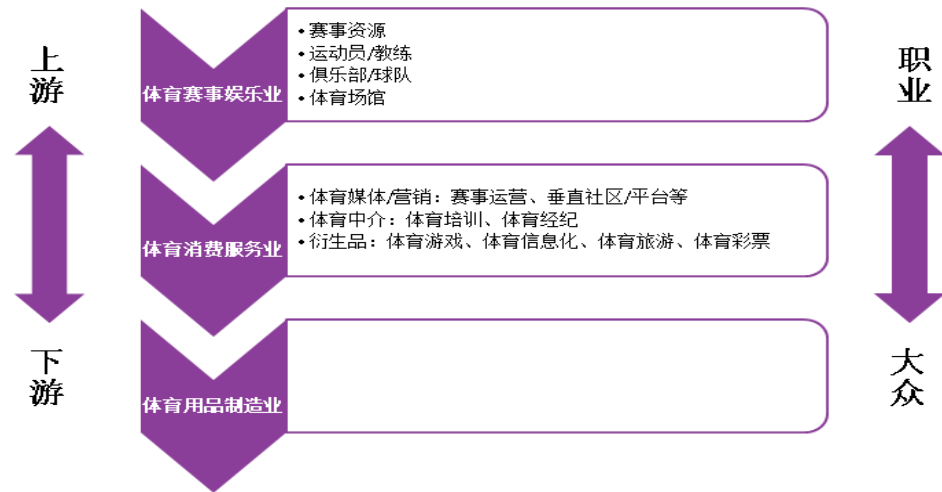
资料来源:中国产业信息网、联讯证券

(二) 我国体育产业结构不均衡, 体育赛事娱乐业和体育消费服务业发展潜力巨大

体育产业自上而下主要包括体育赛事娱乐业、体育消费服务业和体育用品制造业三个部分,目前我国体育产业中体育用品制造业占较大的比例,而伴随着体育产业的发展和成熟,体育赛事娱乐业和体育消费服务业未来必然会得到更快的发展,在体育产业中的比例也将逐步提升。



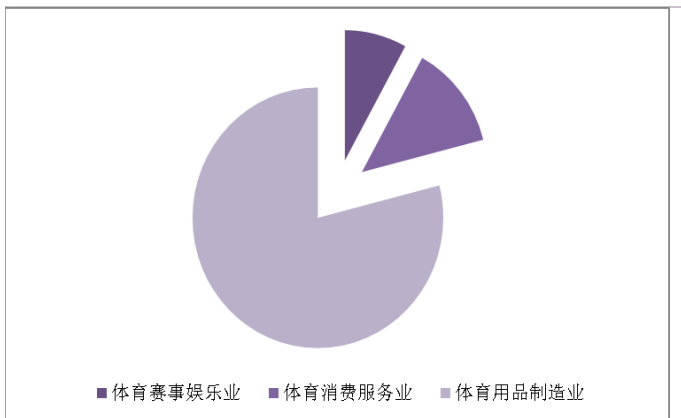
图表25: 体育产业链



资料来源:联讯证券

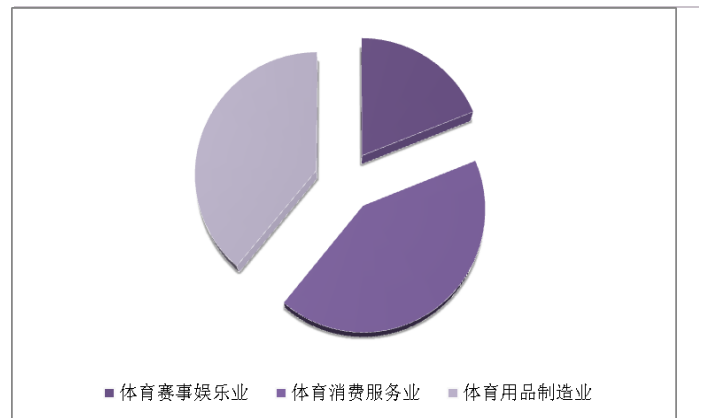
目前,我国体育产业结构发展不均衡。体育赛事娱乐业与体育消费服务业这两块核心产业仅占 21%,而体育用品制造业的比例高达 79%,与欧美等发达国家的体育产业结构正好相反。美国体育产业收入中约 70%是来自于体育核心产业,仅 30%是来自于体育用品制造业。

图表26: 中国体育产业收入细分占比



资料来源:国家体育总局、联讯证券

图表27: 美国体育产业收入细分占比

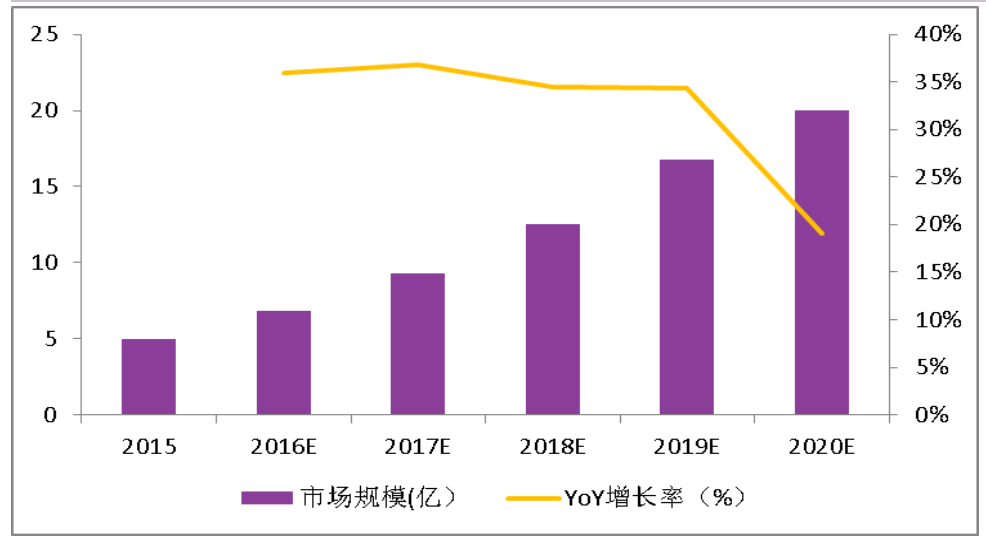


资料来源:GDSP、联讯证券

竞技体育的观赏化与全民健身的生活化已成为未来我国体育产业发展的必然趋势,随着体育用品行业市场的饱和及盈利模式的稳定,我国发展尚不成熟的赛事娱乐与消费服务等子行业上升空间较大。据 2014 年英国《每日邮报》的一份调查显示,中国球迷每周看球花费比达到了其收入的 1/14,该比例位列全球第一。在赛事娱乐业中,我国体育爱好者的消费意愿和消费能力都表现得较为强势。不仅如此,诸如体育保险等消费服务领域也拥有较大的发展潜力。2015 年,我国体育保险规模仅 5 亿元左右,随着政策的扶持,预计 2020 年我国体育保险业规模将达到 20 亿元,期间五年将以约 35%的复合增长率增长。



图表28: 2015-2020E 年体育保险市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源:中国产业信息网、联讯证券

看到我国现行体育行业的布局缺口,我国各领域企业斥巨资加快布局节奏。今年 1 月底,腾讯体育以 5 亿美元的价格从新浪手里抢走了未来 5 年 NBA 的独家网络播放权。2 月 10 日,万达集团宣布以 10.5 亿欧元收购了瑞士盈方体育公司。瑞士盈方体育公司目前拥有 2015 年到 2022 年期间亚洲 26 个国家及地区国际足联足球赛事的独家转播权以及 2018 年和 2022 年两届足球世界杯的转播权,还包括像意甲、铁人耐力赛、冬季项目、CBA 等绝对稀缺的版权资源。



图表29: 上市公司布局体育产业的相关动作

股票代码	公司名称	公司主营	体育产业布局	相关事件
000558.SZ	莱茵体育	地产为主业,天然气与文化体育构成左右两翼(正逐步剥离传统地产业务,向体育产业转型)	体育地产、体育金融、体育网络、体育赛事、体育传媒和体育教育	发起规模达 50 亿元的体育产业基金;与中国建筑设计院推进“模块化可移动体育场馆设施技术”研究开发,在黄山市积极打造“中国黄山国际户外运动基地”;收购亚洲职业篮球管理发展有限公司股权;创办“浙江莱茵国际足球学校”;推进国内知名体育传媒平台中华网收购事项。
000839.SZ	中信国安	信息产业、房地产开发、高科技新材料	体育传媒	入股全球顶级 VR 直播企业 NextVR,持股 2.27%,估值 8 亿美金。
002105.SZ	信隆健康	生产经营自行车零配件,运动器材,康复辅助器材,铝挤型锻造成型(制品),管料成型加工等	体育用品	利用自有技术与品牌优势,布局运动健身康复器材;试水打造儿童骑行体育乐园-瑞姆乐园。
002168.SZ	深圳惠程	配电网装备、证券投资	体育赛事、体育传媒、体育营销、体育培训	控股股东信中利集团参投:博客森传媒、中视环球、斯迈夫、世纪星、讯智体育、动吧足球、环宇盛景、LIVALL。
002395.SZ	双象股份	人造革合成革、聚甲基丙烯酸甲酯树脂(PMMA)的制造和销售	体育传媒、体育赛事、场馆运营、体育经纪、体育培训、体育新材料等	依托主业优势,深耕体育新材料,推进其在体育行业的应用;成立规模 3 亿元体育产业基金,投资体育传媒、体育赛事、场馆运营、体育经纪、体育培训等。
002482.SZ	广田集团	装饰工程、智慧家居、金融投资	体育比赛、训练、辅导和管理	1.5 亿元收购广州恒大淘宝足球俱乐部 375 万股权,约占 1%。
002587.SZ	奥拓电子	体育、LED 应用、金融电子	体育场馆改造、体育赛事	携手智美体育,试水国内体育赛事;收购千百辉,切入体育场馆改造;与中智华体达成合作协议,开拓体育场馆改造市场。
002701.SZ	奥瑞金	食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售	体育赛事	以 5203 万元收购法国欧塞尔足球俱乐部 59.95%股权
002780.SZ	三夫户外	线上线下连锁零售多品牌、多品类专业户外运动用品	体育用品	聚焦海外中高端户外品牌,依托“实体直营+电商+大客户”的多渠道直营模式,及俱乐部式服务体系,发展为户外用品专业零售市场领先企业。
300005.SZ	探路者	户外、旅行、体育	体育社区、体育赛事、体育传媒、体育培训、智能健身管理	发起探路者体育产业并购基金,主要投资领域包括赛事运营、体育传媒、体育培训、智能健身管理、体育社区等领域。目前已完成首期 1.1 亿元的资釐募集和对奥美健康、FitTime、众景视界、冰世界体育、乐动天下等重点项目的投资。
300043.SZ	星辉娱乐	游戏、玩具、体育	职业足球俱乐部运营	2016 年上半年,收购西甲“皇家西班牙人”进军体育领域。



股票代码	公司名称	公司主营	体育产业布局	相关事件
300162.SZ	雷曼股份	LED、体育	体育营销、体育赞助、体育培训、体育经纪	与中超、中甲合作，为其俱乐部赞助赛场 LED 显示屏；注册深圳人人足球俱乐部，设立主营足球相关业务的移动互联网 APP 科技公司；出资设立雷曼凯兴体育文化基金，投资于符合公司发展战略的体育文化、体育科技、互联网等。
300291.SZ	华录百纳	传媒娱乐、体育	体育营销、自有赛事 IP 运营和体育媒体运营	与蓝色火焰共同出资 5 亿元设立华录蓝火体育；成为中超、中国足协中国之队、足协杯的商务合作伙伴，拥有国内顶级稀缺足球赛事资源；收购欧冠篮公司 75% 股权；打造“极限冰雪嘉年华”；携手北京卫视运营播放西甲赛事。
300431.SZ	暴风集团	传媒娱乐、体育	赛事运营、体育文化	收购欧洲顶级体育赛事代理商 MP&SilvaHoldingsS.A 公司 65% 股份；投资 1 亿元设立暴风体育有限责任公司。
600136.SH	当代明诚	体育、影视制作	体育营销、体育赛事、体育旅游、体育经纪、体育科技、体育大数据、场馆运营、体育培训、俱乐部运营	收购强势传媒及双刃剑体育；收购 MBS 西班牙及 MBS 英国。
600158.SH	中体产业	房地产、体育（房地产业务加速剥离，全面回归体育主业）	赛事运营、场馆运营、休闲健身、体育经纪、体育保险、体育彩票、体育设施建设	体育总局旗下唯一上市公司，多年运营体育产业，公司拥有多项各体育项目顶级赛事的主办或承办权，在多省市建设运营大型综合体育场馆，拥有国内最全面的国家运动员/队资源和国内最全的体育明星库，旗下还囊括全国十大健身俱乐部之一的中体倍力。
600358.SH	国旅联合	旅游服务、互联网、文娱、体育	体育旅游、赛事运营、体育金融	出资 500 万元增资微赛体育，持股 0.42% 股权；出资 950 万获取北京发源地文化传播有限公司 5% 股权；出资 1,200 万元收购厦门风和水航海 60% 股权；出资 800 万元获取苏州国旅联合文体投资中心 80% 股权。

资料来源：Choice、联讯证券

（三）冬季奥运会的申办成功，为中国体育产业发展提供了新的机遇与挑战。

各类运动项目发展到一定程度就会衍生成各类比赛。这些赛事会成为媒体内容之源，就是人们口中经常提到的体育 IP。冬奥会和奥运会一样，是一个全球性的体育强 IP。经过了长时间的实践，具有很高的关注度，能够直接有效地拉动运动消费。

2015 年 7 月 31 日，在马来西亚吉隆坡举行的国际奥委会第 128 次全会上，国际奥委会主席巴赫宣布：中国北京获得 2022 年第 24 届冬季奥林匹克运动会举办权。北京也创造历史，成为第一个既举办过夏奥运会又举办冬奥会的城市。冬季奥运会的申办成功，无疑为中国体育产业发展提供了新的机遇与挑战。

冬奥会的申办成功大幅提升了我国政府以及居民的重视，从而拉动冰雪运动的消费，



辐射领域可涵盖体育产业整个体育产业链条。因我国冰雪运动水平处于刚刚起步阶段，发展潜力巨大。国家主席习近平指出，“北京举办冬奥会将带动中国 3 亿多人参与冰雪运动。”目前，国家政府一方面是加快建设冰雪运动设施，另一方面则是加大力度培养一批冰雪辅导员，组织更多高水平冰雪比赛及活动，吸引更多大众参与其中。随着冰雪运动的普及，居民专业化品味提升，刺激鞋服和器材用品的消费升级。

四、布局核心体育产业及相关产业集群，整合后协同效应逐渐显现

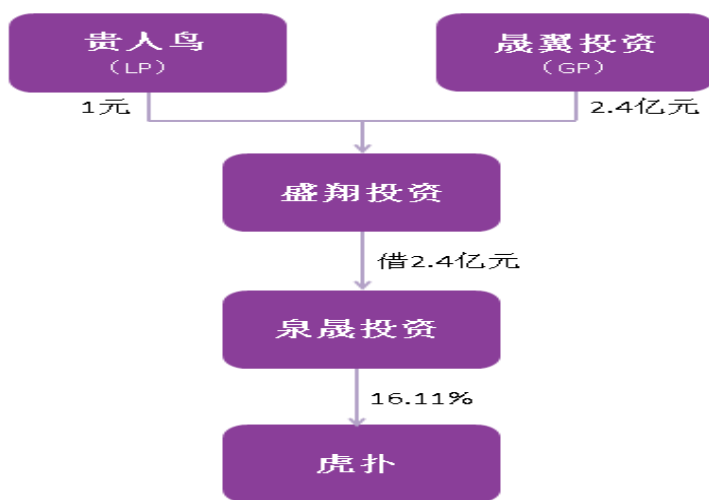
2014 年，公司确定了以体育服饰用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展为核心的发展战略。随后，公司从传统的运动服饰逐渐向体育产业多元化发展，入股了知名体育媒体虎扑体育后，又建立了动域资本。目前，该体育基金已经投资了约 30 个项目，涵盖运动社区、赛事 IP、智能设备、媒体等多个领域。除此之外，公司还有进一步国际化的战略动作-入股西班牙足球经纪公司，借此达到了体育产业全面覆盖的商业布局。

（一）公司与虎扑成立动域资本，加紧布局体育产业最上游

1、参股虎扑体育，承上启下，连通体育产业链

媒体是体育产业中承上启下的一环，公司加紧布局。2015 年 1 月，公司斥资 2.4 亿元间接参股虎扑体育并与其建立战略合作伙伴关系。

图表 30：虎扑出资情况



资料来源:公司公告、联讯证券

虎扑成立于 2004 年，致力于在互联网、移动互联网和线下平台，运营和推广体育赛事，为中国体育人群提供最新最专业全方位的体育资讯。旗下的虎扑体育网、是目前我国最大的体育垂直社区，活跃用户数千万，虎扑体育网现已成为全方位的综合体育网站。虎扑论坛特色版块包括步行街、篮球场等。虎扑看球是虎扑手机端系列产品中的一个。除此之外，虎扑的手机端还有虎扑体育、虎扑新声、虎扑识货、虎扑跑步。



图表31: 虎扑体育旗下产品



资料来源:互联网、联讯证券

虎扑的线上业务是通过为各大品牌提供广告平台，收取一定的费用来实现盈利的。虎扑是很大的运动综合网站，涉及各种运动及周边产品，靠点击量按比例向品牌商收取费用，发布广告可以获得很好的效果。专业的赛事运营，大量的品牌广告使虎扑向良性不断循环发展，其知名度也在不断提高。

图表32: 虎扑体育网截图



资料来源:互联网、联讯证券

除了媒体资源外，虎扑还有丰富的大型赛事运营能力，目前为止已在全国 166 个城市举办了超过 16 万场篮球赛事。2012 年，虎扑在北京、西安等地的中心商业区协办街球联赛，共计覆盖 146 万受众。此外，虎扑还成功运作了 AJ 虎扑扣篮大赛、KG 中国行、海耶斯中国行、李宁篮球嘉年华等大型活动。作为新兴媒体，虎扑是一家具备公关传播、体育市场调研、新媒体运营和体育公益等体育整合营销机构。未来，公司的 O2O 不仅仅是线上线下产品销售的互动，而是通过整个赛事活动的运营进行线上线下导流、形成消费，最终推动公司在体育产业布局。公司通过虎扑这一国内知名媒体，可以整合体育整条产业链的资源，一同正向发展，产生协同效应。



2、与虎扑成立体育产业基金“动域资本”，加快外延式发展步伐

公司借助专业投资机构的投资经验和能力，推动自身体育产业链的发展，整合运营管理平台，成立并购基金，丰富上市公司在体育产业并购方面资金来源渠道，加快外延式发展步伐。2015年1月，公司联合虎扑与景林投资共同成立了20亿元体育产业基金“动域资本”，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。动域资本也是目前国内最大的体育产业投资基金，已经投资包括智慧运动场等30余个体育项目，涵盖了跑步、健身、教育培训、增值服务、智能软硬件等多个体育服务行业。

图表33：动域资本投资项目

公司	金额	轮次	投资方	行业	投资时间
 iDarex 敢玩 敢玩（北京）科技有限公司	2000 万人民币	A 轮	动域资本 君联资本	内容产业	2016-05-19
 竞彩猫 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	内容产业	2016-05-16
 竞彩猫 北京卡特猫网络科技有限公司	3400 人民币	A 轮	动域资本	内容产业	2016-05-13
 ZEPP 北京齐柏科技有限公司	数千万美元	C 轮	动域资本	硬件	2016-05-09
 慧体网络智慧运动场 上海慧体网络科技有限公司	1000 万美金	A 轮	动域资本 虎扑	其他	2016-02-24
 狂战贸易 杭州狂战贸易有限公司	4000 万人民币	A 轮	动域资本	内容产业	2016-02-18
 Feel 北京致云致远科技有限公司	数千万人民币	B 轮	动域资本	内容产业	2016-01-30
 海克力斯 海克力斯（北京）贸易有限公司	数千万人民币	A 轮	动域资本	生活消费	2016-01-14
 悦跑圈 广东艾动通讯科技有限公司	1800 万美元	B 轮	动域资本	社交	2015-12-01
 超级星星 深圳市超级星星健身管理有限公司	1000 万人民币	Pre-A	动域资本	生活消费	2015-10-18



公司	金额	轮次	投资方	行业	投资时间
 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	内容产业	2015-10-15
 懂球帝 北京多格科技有限公司	数千万人民币	B 轮	动域资本	内容产业 社交	2015-9-16
 趣运动	1200 万美元	A 轮	动域资本 高榕资本	社交 内容产业	2015-09-04
 青橙科技 北京青橙信息技术有限公司	2000 万人民币	A 轮	顺为资本 动域资本	企业服务	2015-08-25
 咸鱼游戏 深圳市星河互动科技有限公司	数千万人民币	A 轮	华谊兄弟 动域资本 景林投资	游戏动漫	2015-07-07
 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	旅游户外	2015-07-01
 火辣健身 北京动如脱兔科技有限公司	6000 万人民币	A 轮	华映资本 825 新媒体 产业基金 动域资本	医疗健康	2015-05-21
 趣运动-柠檬科技 广州柠檬信息科技有限公司	1320 万美元	A 轮	动域资本 高榕资本	其他	2015-01-05

资料来源：互联网、联讯证券

3、瞄准校园学生群体，打造体育赛事 IP

2015 年 5 月，公司与中国大学生体育协会、中国中学生体育协会、虎扑（上海）文化传播股份有限公司、尤尼斯等公司签署了《合作框架协议书》，合资成立三家康湃思公司，致力于发展校园体育业务。三家康湃思公司设立后，公司将获得大体协、中体协主办的各项赛事的商业推广权、赛事转播权、广告开发权等知识产权；获得大体协、中体协主办各类赛事的节目制作权、互联网信息传播权、网络版权、利用自有/管理的网站进行网站广告推广的权利；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。

图表34：康湃思公司出资情况

	股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
康湃思网络：校园体育互联网平台			
	大体协、中体协	150	30
	贵人鸟	6,525	30
	山西传媒	100	20
	虎扑	2,175	10
	尤尼斯	50	10
康湃思体育咨询：赛事运营业务			
	大体协、中体协	37	37
	贵人鸟	811.42	37
	虎扑	121.58	6
	尤尼斯	20	20
康湃思体育管理：体育经纪业务			
	大体协、中体协	185	37
	贵人鸟	13,522.21	37
	虎扑	2,192.79	6
	尤尼斯	100	20

资料来源：公司公告、联讯证券

学生是体育项目中不可忽视的群体，欧美等体育发达地区都发现了校园体育的市场价值，从学生时期开始展开体育运动，培育优秀运动员。而我国校园体育一直以来没有受到重视，缺乏这一方面的整体化布局，商业价值没有发挥出来。在**整个体育产业政策宏利的驱动下，我国校园体育有较大的成长空间。**

大体协与中体协拥有我国最全面的校园赛事资源，包括中国大学生足球联赛(CUFL)、中国大学生篮球联赛(CUBA)、中国大学生排球联赛等共计大学生单项体育赛事 80 多项以及中学生单项赛事 40 多项。公司将得到由大体协、中体协主办各类体育赛事的独家开发权益，包括节目制作权、互联网信息传播权、网络版权、利用自有网站进行广告推广的权利等，**向体育产业中最核心的业务靠近。**

公司通过设立三家康湃思公司，开始实现向体育最上游的业务发力，培养自己的**赛事 IP**。康湃思举办的中国大学生马拉松联赛覆盖 100 所高校，是公司培育的首个属于自己的体育 IP。此外，康湃思举办的校园杯全国大学生 3 对 3 篮球联赛等其他校园比赛也在如火如荼地展开，赛事推广、赛事招商等工作正在稳步推进。未来，伴随着公司所培育的**校园赛事 IP 的持续发酵，公司将进一步释放体育领域潜在的价值空间。**

公司以商业姿态推动校园体育发展，有利于提高公司的影响力，为自己运动鞋服品牌培育新用户的同时，提升了老用户的品牌粘性，为未来创造粉丝经济打下基础。

（二）整合欧洲足球产业资源，开拓职业体育经纪领域

足球上升为国策后，足球市场规模将呈爆发式增长，足球经纪业务成为体育产业新的机会。足球产业已经被我国忽视了太久，优秀的足球运动员极为稀缺，因此围绕运动员及教练的周边服务成为市场的聚焦点。虽然足球市场的发展趋势向好，但市场却是需



要一个培育的过程，现在布局刚刚好。

2015年7月，公司斥资两千万欧元成为西班牙一家足球经纪公司 **BOY** 的最大股东（持股比例为 **43.95%**），成为我国第一个在足球经纪上投资的企业。

公司将在标的公司的良好业绩中获利。截至 2014 年年底，BOY 的总资产 181.58 万欧元，净资产 126.46 万欧元，2014 年实现收入 146.32 万欧元，实现利润 98.46 万欧元（以上数据未经专业审计公司审计，见公司公告）。根据 BOY 公司的预测，其 2015 年税前利润下限 135 万欧元，2016 年税前利润下限 270 万欧元，2017 年至 2018 年税前利润下限 1,100 万欧元。如若 BOY 未能完成税前利润下限，则公司将获得更多的股份。

图表35: BOY 收购前一年财务状况（未经审计，单位：万欧元）

	2014 年
总资产	181.58
净资产	126.46
营业收入	146.32
净利润	98.46

资料来源：公司公告、联讯证券

2015 年 3 月，国务院办公厅发布了《中国足球改革发展总体方案》，为中国足球今后的发展指明了方向。我国足球市场长期受到忽视，整体联赛水平、俱乐部商业运作能力、球员竞技水平和青训体系方面与足球强国存在巨大的差距。而欧洲作为世界职业足球运动的中心舞台，在 100 多年的现代足球发展历程中，相关领域积累的经验丰富。

BOY 成立于 2010 年，2012 年起开始开展经纪事务。虽然 BOY 的存续时间不长，其成长速度却高度惊人，现有着较高的市场地位，与众多知名球员建立了经纪业务关系。例如：哈维·阿隆索，在 BOY 的代理下，曾为阿玛尼、奥迪、三星、英格列斯百货等多家知名企业代言。其中，哈维·阿隆索与英格列斯百货皮具和服装的合同的金额成为了西班牙足球历史上最大的商业代言合同。

图表36: 与 BOY 公司建立经纪业务的主要球员

球员名称	所属球队	职务
卡西利亚斯	西班牙国家队	主力门将
哈维·阿隆索	前西班牙国家队	主力中场
马塞洛	皇家马德里俱乐部	主力左后卫
阿韦罗亚	皇家马德里俱乐部	主力右后卫

资料来源：公司公告、联讯证券

BOY 积极参与了 2016 中超联赛冬季转会，公司逐步开始涉足国内球员转会市场，将从中获得大量利润。未来，BOY 将成为中欧足球人员流动的主要桥梁，有可能为中超输送更多的优秀欧洲球员和教练，将把中国的年轻球员送到欧洲进行培训，并积极寻找机会将中超联赛的优秀球员输送到欧洲主流联赛促进学习交流。公司在整个体育产业布局上，尤其在足球方面，将与 BOY 很好地进行资源匹配，进行西班牙与中国大陆的互动。

2015 年 4 月起，国际足联取消了运行十四年的经纪人牌照制度，开始实施新的中介条例。自此，经纪公司可以收购、并购其它经纪公司，获得迅速发展壮大的机会。此外，



足球经纪公司可以通过预付费的方式和优秀球员签订超过 5 年的合同长约，可以在球员的长期职业生涯中赢得利润，可以从球员的工资、肖像权和转会中获得更为稳定的提成收入。公司已在体育媒体与资本形成良好布局，与 BOY 深入合作，可为其提供充足的基金支持，帮助 BOY 壮大球星资源，巩固自身地位。而 BOY 持续向好的发展，不仅可为公司带来更多收入，其球星资源也会助力公司的媒体以及知名度走向强势。因此，公司入股 BOY，切入中国足球经纪市场，是为完善体育产业链添上了浓墨重彩的一笔，日后会产生深远的影响。

图表37： 公司旗下球星哈维·阿隆索



资料来源:互联网、联讯证券

（三）布局体育衍生产品，完成体育产业链最后一环

1、投资星友科技，步入体育游戏领域，利润可期

现在，我国全面进入了新媒体时代，公司通过“互联网+”的布局至关重要。网络游戏以及移动端游戏的布局或可为公司带来新的利润增长点。

2016年7月，公司出资人民币1亿元对星友科技进行增资。增资完成后，公司将持有深圳市星友科技有限公司45%的股权。

图表38： 交易前后，星友科技股权变动情况

股东名称	变动前持股（万股）	持股比例（%）	变动后持股（万股）	持股比例（%）
邱小杰	350	70	350	38.50
汪丽	150	30	150	16.5
贵人鸟	0	0	1,000	45
合计	500	100	1,500	100

资料来源：公司公告、联讯证券

深圳市星友科技有限公司成立于2016年5月，主营业务为制作移动互联网体育游戏精品内容。核心人员拥有多年丰富从业经验，促成多个成功项目，在原创内容层面具备较强的竞争能力。目前，其旗下已签约明星体育手游项目有：《最佳阵容》、《街球联盟》、《BasketballStars》、《Pele: SoccerLegend》，曾参与制作《火影忍者》、《街头篮球》。其中，《最佳阵容》是一款体育竞技创新的手机游戏，由中国足球明星球员郜林代言，是



国内唯一获得国外顶级联赛《西班牙甲级联赛》官方授权的足球题材手游。

图表39: 《最佳阵容》宣传海报



资料来源:互联网、联讯证券

星友科技2016年经审计的扣除非经常损益后的净利润不低于人民币400万元;2017年经审计的扣除非经常损益后的净利润不低于人民币2,500万元。每年实现的净利润可向上下浮动10%,但两年实现的净利润合计不低于人民币2,900万元。公司对星友科技投资是公司布局体育产业链重要的一环,公司投资后将努力把星友科技打造成移动互联网体育游戏精品内容提供商,随着我国体育游戏市场的逐步发展,此项投资预计可以为公司带来一定的收益。

2、成立享安保险,向体育保险领域进军

体育保险是指体育保险人收取一定的保险费并且承担相应的体育风险的一种保险制度。健全的体育保险制度,不仅有效地保护了有关体育组织、运动员以及普通体育健身者的利益,而且极大地促进了体育产业的发展。体育保险是一个国家体育产业发展健全的体现,也是体育产业中重要的环节。

2016年4月,公司出资6,500万元与融一科技共同发起成立了享安保险,正式向体育保险领域进军。

图表40: 康湃思公司出资情况

股东名称	出资额(万元)	持股比例(%)
贵人鸟	6,500	62
融一科技	3,500	35
合计	10,000	100

资料来源:公司公告、联讯证券

享安保险经纪有限公司是一家全国性保险经纪公司,秉持“创造极致保险服务体验”的企业愿景,以“运动保险”为创新特色,打造“线上线下一体化”的综合运营平台,致力于成为我国体育保险市场的开拓者和领先者。



图表41： 享安保险官网截图



资料来源:互联网、联讯证券

目前，我国运动员投保现状并不乐观，而在我国体育保险意识非常薄弱。未来，随着我国体育产业的进程不断加快，体育保险将会受到青睐。公司目前具备超前的眼光，开始着手布局体育保险。此外，目前享安保险的网站上通过转播公司举办的体育赛事提高自身网站的流量。未来，享安保险的线上平台无疑是公司又一传播媒介，公司将直接从中受益。

（四）倚靠媒体，公司用于布局体育产业链的各个投资联动起来，效果将显

纵观公司体育产业布局的收购动作，我们发现公司大多选择具有盈利能力的标的进行投资，从而增厚公司业绩。其次，公司注重标的公司管理团队的运营水平，可以帮助公司快速切入该领域。体育产业布局是一个持续的过程，公司在各个点的投入只是一个开端，未来各个利润点通过虎扑等媒体贯穿起来，联动作用将逐渐显现，我们认为这只是时间问题，但不需等太久。

五、盈利预测与估值-2016年目标价 33 元/股，“买入”评级

（一）盈利预测

2016 年，因公司收购与成立的大部分公司并未合并财务报表，协同效应也未能显现。我们预测公司 2016-2018E 的净利润分别为 387.93 百万元、479.52 百万元和 489.86 百万元，对应的 EPS 分别为 0.57 元/股、0.70 元/股和 0.78 元/股。

（二）估值

A 股市场上与公司主营业务相近的不多，我们可以参考与公司主营业务较接近的 A 股上市公司：探路者（300005.SZ）和三夫户外（002780.SZ）；以及港股市场上的安踏体育（2020.HK）、李宁（2331.HK）。公司 10 月 21 日的收盘价对应 2016 年 PE 为 46.35 倍，总股本 6.14 亿股。综合考虑，首次覆盖，可以给予公司目标价 33 元/股，“买入”评级。



图表42: 可比公司估值

股票代码	简称	EPS				PE (TTM)
		2015A	2016E	2017E	2018E	
300005.SZ	探路者	0.51	0.36	0.49	0.63	39.46
002780.SZ	三夫户外	0.62	0.50	0.58	0.68	228.89
2020.HK	安踏体育	0.82	0.94	1.08	1.22	
2331.HK	李宁	0.01	0.18	0.27	0.39	
平均		0.49	0.50	0.60	0.73	134.17
603555.SH	贵人鸟	0.54	0.57	0.70	0.78	51.68

资料来源: Wind、联讯证券

六、风险提示

(一) 体育产业发展不及预期风险

随着体育产业政策面的大力支持, 体育产业竞争日益激烈。但我国体育产业发展速度不可控。若体育产业发展不符合预期盈利水平, 则公司的整体业绩的稳定和增长将出现问题。

(二) 同行业竞争风险

公司所属的运动鞋服行业在中国乃至全球范围竞争较激烈, 在品牌、销售渠道、研发、质量以及价格等多方面均有所体现。

(三) 转型不及预期风险

公司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。



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3290.01	3675.27	3895.79	4079.55	经营活动现金流	599.37	607.93	676.83	698.69
现金	1677.85	2086.40	2366.87	2523.52	净利润	331.83	387.93	479.52	489.86
应收账款	1222.47	1174.60	1035.50	963.01	折旧摊销	47.10	50.49	52.40	59.78
其它应收款	0.90	2.09	2.51	2.90	财务费用	96.24	106.33	107.89	106.99
预付账款	108.29	113.02	128.89	134.17	投资损失	-3.69	-3.81	-4.04	-4.01
存货	170.71	153.09	132.09	102.71	营运资金变动	93.17	-148.39	-154.01	-157.86
其他	109.79	146.08	229.93	353.25	其它	34.72	215.38	195.07	203.94
非流动资产	1537.21	1968.71	2136.72	2387.44	投资活动现金流	-556.48	-632.79	-680.21	-572.01
长期投资	44.13	204.68	190.35	317.88	资本支出	81.68	109.94	110.05	123.03
固定资产	543.09	781.07	906.96	961.38	长期投资	44.13	204.68	290.35	317.88
无形资产	130.89	156.83	169.20	203.29	其他	-430.67	-318.17	-279.81	-131.10
其他	819.10	826.13	870.21	904.89	筹资活动现金流	215.38	433.41	283.85	229.97
资产总计	4827.22	5643.98	6032.51	6466.99	短期借款	602.90	946.66	1000.05	1201.50
流动负债	1622.30	2087.62	2255.00	2519.59	长期借款	0	0	0	0
短期借款	602.90	946.66	1000.05	1201.50	其他	-387.52	-513.25	-716.20	-971.53
应付账款	316.09	357.00	439.67	505.76	现金净增加额	258.27	408.55	280.47	156.65
其他	703.31	783.96	815.28	812.34					
非流动负债	820.47	870.25	809.33	981.37	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	820.47	870.25	809.33	981.37	营业收入	2.57%	5.74%	17.66%	8.85%
负债合计	2442.77	2957.87	3064.33	3500.97	营业利润	1.56%	9.01%	26.35%	11.16%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	0.74%	5.47%	22.04%	11.67%
归属母公司股东权益	2384.45	2686.11	2968.18	2966.02	获利能力				
股东权益合计	2384.45	2686.11	2968.18	2966.02	毛利率	45.20%	44.48%	42.95%	42.19%
					净利率	16.85%	16.81%	17.43%	17.89%
					ROE	13.92%	13.03%	14.39%	16.08%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	偿债能力				
营业收入	1969.02	2082.14	2449.92	2666.77	资产负债率	50.60%	52.41%	50.80%	54.14%
营业成本	1079.01	1155.94	1397.69	1541.58	净负债比率	-	-	-	-
营业税金及附加	17.31	17.93	18.67	19.16	流动比率	2.03	1.76	1.73	1.62
营业费用	203.00	210.59	218.43	224.50	速动比率	1.92	1.69	1.67	1.58
管理费用	150.19	156.70	167.90	169.75	营运能力				
财务费用	96.24	106.33	107.89	121.99	总资产周转率	0.44	0.40	0.42	0.43
资产减值损失	49.55	26.96	23.77	16.74	应收帐款周转率	1.57	1.74	2.22	2.67
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付帐款周转率	3.11	3.43	3.51	3.26
投资净收益	3.69	3.75	4.30	4.85	每股指标（元）				
营业利润	377.42	411.44	519.87	577.90	每股收益	0.54	0.57	0.70	0.78
营业外收入	71.98	58.23	54.70	66.94	每股经营现金	0.98	0.99	1.10	1.14
营业外支出	3.26	3.03	5.06	8.85	每股净资产	3.88	4.37	4.83	4.83
利润总额	446.14	466.64	569.51	635.99	估值比率				
所得税	114.31	116.66	142.38	159.00	P/E	48.93	46.35	37.98	34.01
净利润	331.83	349.98	427.13	476.99	P/B	6.81	6.05	5.47	5.47
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	331.83	349.98	427.13	476.99					
EPS（元）	0.54	0.57	0.70	0.78					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华，中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com