



贵人鸟(603555.SH)事件点评

收购威康健身，站在健身产业入口

2016年12月19日

投资要点

买入

当前价：30.76 元
目标价：33 元

商贸零售纺织服装研究组

分析师：王凤华

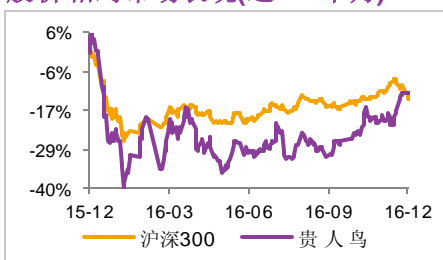
执业编号：S0300516060001

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	1949	2373	2667
(+/-)	3%	-1%	22%	12%
净利润	332	250	370	477
(+/-)	1%	-25%	48%	29%
EPS(元)	0.54	0.40	0.59	0.76
P/E	7.93	7.20	6.51	6.52

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《贵人鸟(603555) _大鹏一日同风起，扶摇直上九万里》2016-10-24

事件

为推动公司体育产业战略布局，公司拟收购威康健身管理咨询(上海)有限公司100%的股权，现已签署相关框架协议，但未能确定最终的交易价格及交易方式，预计此次交易的成交金额将不低于公司最近一期经审计净资产的50%，故构成重大资产重组。2016年12月12日，公司申请紧急停牌，并自2016年12月13日期连续停牌。

威康健身是中国健身行业的领跑性企业

威康健身成立于1996年，注册资金1,000万美元，至今在全国范围内已拥有115家直营专业健身俱乐部，会员人数超过80万。威康健身立足于健康产业，实行会员签约计划，并针对每一位会员配备专业的私人教练团队，以满足会员的个性化需求。威康健身拥有齐全的国际流行团操课程，享有LesMills莱美课程体系的发布权。威康健身提供如Nautilus, Lifefitness, StarTac等国际一流的健身设备。在健身运动之余，威康健身还提供给会员增值服务。在上海，威康健身签约Adidas为唯一独家赞助体育品牌，并且与多家国际知名运动品牌联手。2009年与工商银行联手，发行威康健身工行国际联名信用卡。

公司传统鞋服制造面临增长压力

公司传统的运动鞋服业务遭遇瓶颈，营收及归母净利润自2013年开始负增长。2013年和2014年，公司营业收入分别下降15.74%和20.21%；归母净利润分别下跌19.79%和26.27%，虽然在2015年有小幅回升，但与其他本土体育品牌已有较大差距。2016年前三季度实现营业收入13.78亿元，同比下降1.13%；实现归母净利润为1.78亿元，同比下降12.93%。公司的线下布局主要集中在国内二三线城市，2016年前三季度零售终端门店新开361家，关闭624家，净减少263家。

体育产业受政策红利支持，顺应健身热潮，占领产业制高点，将受益

伴随着我国政策层面的持续支持，我国国民中已掀起了一阵健身热潮。2016年10月28日，国务院办公厅印发了《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》，部署推动健身休闲产业全面健康可持续发展，推进健身休闲产业供给侧结构性改革，预计到2025年，健身休闲产业总规模将达到3万亿元。目前，我国体育行业尚处于发展初期，存在巨大的提升空间。随着我国政策面对体育产业的支持不断，整个链条呈全面爆发态势。细分领域来看，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。此次，公司收购威康健身是顺应时代潮流向健



身体休闲领域的拓展。

✧ 在从传统鞋服制造企业到多元化体育企业的转型路上，公司外延并购加速产业整合，助力产业集群跨越式增长

公司近两年开始积极通过外延并购布局，旨在从传统鞋服制造企业向体育全产业链转型升级，以求在主营业务面临的增长压力的困境中找到突破口。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。同时，公司联合虎扑与景林投资共同设立了体育产业基金“动域资本”，规模20亿元，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。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。此次，公司筹划收购威康健身，是继虎扑体育、动域资本、BOY等一系列体育产业方面的相关动作后，向健身方面的又一重要布局。

✧ 收购威康健身，将成为我国A股市场上健身行业的唯一标的，联动效应加持公司业绩

收购威康健身是公司布局体育全产业链的重要一环：1) 公司作为传统运动鞋服的生产制造商，近年来受到体育用品去库存的压力，关闭低效门店。威康健身的门店主要集中在一二线城市的核心地段，目前拥有115家直营专业健身俱乐部，此次公司收购威康健身，对冲关闭低效门店损失的同时形成一二线城市的渠道投放。2) 目前我国健身产业的格局已经形成，根据威康健身公司现状假设其业绩较为稳定，公司在业绩承压的背景下，将从威康健身清晰的业务模式中得到业绩支撑。3) 目前，我国健身热仍处于涨潮阶段，公司通过收购威康健身进入健身产业，可以在此次风潮中受益。4) 健身产业目前竞争激烈，公司收购威康健身后将作为A股市场上的唯一标的，投资性稀缺。5) 公司先前布局虎扑媒体，可为威康健身引流，为其带来更多会员，提升其业绩收入，而威康健身也可丰富公司的体育链条，协同效应明显。

✧ 调整盈利预测，维持“买入”评级

未来，伴随我国体育产业的持续向好，2017年我国体育产业将继续维持较高景气度，体育产业将迎来黄金发展期。公司高瞻远瞩，已占领产业制高点，布局全产业链的雏形已清晰可见，将全面受益，成为领先的体育产业化集团。公司此次收购威康健身已构成重大资产重组，根据公司2016年10月22日发布的第三季度报告，公司净资产为22.88亿元，预计此次公司收购威康健身的金额将不低于11.44亿元。故收购威康健身后，公司净资产将至少为34.32亿元。公司已于12月7日完成股权增发，公司总股本为6.29亿股，我们预计公司2016-2018年BPS为5.37元/股、6.31元/股和5.83元/股，根据上一交易日的股票价格，对应的P/B分别为5.72X、4.87X和5.27X。维持“买入”评级。

✧ 风险提示

体育产业发展不及预期、业务融合不及预期、转型不及预期



附录：公司财务预测表

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	2086.4	2366.87	2523.52	净利润	331.83	249.88	369.53	476.99
应收账款	1222.47	1174.6	1035.5	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	353.43	305.06	216.80
非流动资产	1537.21	2660.93	3136.72	3087.44	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	1518.35	1870.21	1604.89	筹资活动现金流	215.38	433.41	283.85	229.97
资产总计	4827.22	6336.20	7032.51	7166.99	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	-716.2	-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%	-1.03%	21.78%	12.37%
负债合计	2442.77	2957.87	3064.33	3500.97	营业利润	1.56%	-26.35%	59.39%	30.43%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	0.74%	-24.70%	47.88%	29.08%
归属母公司股东权益	2384.45	3378.33	3968.18	3666.02	获利能力				
股东权益合计	2384.45	3378.33	3968.18	3666.02	毛利率	45.20%	40.68%	41.10%	42.19%
					净利率	16.85%	12.82%	15.57%	17.89%
					ROE	13.92%	7.40%	9.31%	13.01%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E					
营业收入	1969.02	1948.67	2373.12	2666.77	偿债能力				
营业成本	1079.01	1155.94	1397.69	1541.58	资产负债率	50.60%	46.68%	43.57%	48.85%
营业税金及附加	17.31	17.93	18.67	19.16	净负债比率	-	-	-	-
营业费用	203.00	210.59	218.43	224.50	流动比率	2.03	1.76	1.73	1.62
管理费用	150.19	156.70	167.90	169.75	速动比率	1.92	1.69	1.67	1.58
财务费用	96.24	106.33	107.89	121.99	营运能力				
资产减值损失	49.55	26.96	23.77	16.74	总资产周转率	0.44	0.35	0.36	0.38
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	1.57	1.63	2.15	2.67
投资净收益	3.69	3.75	4.30	4.85	应付帐款周转率	3.11	3.43	3.51	3.26
营业利润	377.42	277.97	443.07	577.90	每股指标(元)				
营业外收入	71.98	58.23	54.70	66.94	每股收益	0.54	0.40	0.59	0.76
营业外支出	3.26	3.03	5.06	8.85	每股经营现金	0.98	0.97	1.08	1.11
利润总额	446.14	333.17	492.71	635.99	每股净资产	3.88	5.37	6.31	5.83
所得税	114.31	83.29	123.18	159.00	估值比率				
净利润	331.83	249.88	369.53	476.99	P/E	56.96	77.38	52.33	40.54
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	7.93	5.72	4.87	5.27
归属母公司净利润	331.83	249.88	369.53	476.99					
EPS(元)	0.54	0.40	0.59	0.76					

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