

商赢环球 (600146)

证券研究报告

2017年01月23日

收恒昆体育 20%股权+投资商赢健身房, 推进 IP 消费品产业布局!

1月21日公告, 子公司商赢体育拟以2000万现金购买“恒昆体育”20%股权。同时拟3000万投资商赢健身房连锁店及移动终端APP项目(暂定)。涉足文体产业, 整合上下游优质资源, 形成健身休闲产业生态圈, 完善大消费战略规划!

消费升级+政策红利+科技发展打造万亿体育健身消费市场。体育健身产业作为第三产业中的“朝阳产业”, 随政策支持及居民体育消费需求提高, 未来能够成为国民经济新增长点。**一方面**, 人均收入增加, 居民更加注重休闲娱乐在生活中所占比重, 体育健身作为健康生活方式重要组成部分, 参与型+实物型+观赏型消费都将呈现不断上升的趋势。根据《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》, 未来市场空间: 到2025年体育产业总规模超过5万亿。根据体育总局数据, 未来10年体育产业复合增速需达13%+, 维持高速增长。**另一方面**, 近年来, 国家不断在政策层面支持体育健身产业发展, 出台了多项规划及文件, 2016年末国务院发文大力促进体育消费, 从战略层面奠定其重要地位并指导和促进全民健身和体育文化产业消费。**此外**, 科技进步催生以电子竞技运动为代表的新型体育活动和一系列可穿戴运动健身设备, 从各个方面重新解构体育健身全产业链, 典型的有新媒体传播、精准营销等。

恒昆体育: 主要运营项目: 彩票经营、物业管理、培训及场馆运营商; 建设会所; 体育金融平台运营; 体育场馆投资建设; 赛事品牌运营。公司以“打通体育运动健康产业全链条价值”为方向, 致力于运动健康全产业链高度整合, 打造体育健康生态产业版图。**①赛事运营:** 以马拉松+群众体育为两大方向, 已准备开展【杭州国际女子马拉松】、【德清莫干山国际竹海马拉松】等十余项赛事。未来计划在浙江省内各城市及景区开展马拉松赛事, 并在多地开展乡村马拉松等多项群众体育赛事。**②体育互联:** 搭建省市群众体育赛事的系统报名平台, 通过体育互联网平台形成体育服务、体育培训、体育旅游、衍生产品等B2C延伸消费。**商赢健身房连锁店&移动终端项目:** 开发以移动互联网、大数据、云计算技术为支撑的健身休闲服务, 健身休闲产业由销售导向向服务导向转变, 提升场馆预定、健身指导、运动分析等综合服务水平, 并形成价值链。同时, 凭借健身房连锁优质客户粘度的优势, 在商赢金服平台、文化传媒产业等相关领域做流量导入。形成健康体育、时尚文化相互促进协同发展。

多品牌+供应链整合推动内生外延双向增长, 协同文体产业布局构造消费新生态。一方面, 公司维持大消费转型步调, 坚定多品牌战略同时进行全球供应链整合, 实现内生与外延双向推动产业发展。**另一方面**, 本次收购恒昆体育股权+投资商赢健身房, 是继设立商赢体育、商赢文化后对体育健身和文化产业的再次布局, 利于提升企业整体影响力和品牌知名度, 与现有休闲服装主业形成协同效应, 发展运动健身服饰, 开发相关健身房移动终端APP, 凭借优质客户粘度做流量导入, 形成健康体育、时尚文化相互促进协同发展的消费新生态。

维持盈利预测, 维持买入评级。公司坚定大消费转型, 服装多品牌运营思路清晰, 未来通过供应链+多品牌整合实现内生外延双向增长; 涉足体育, 推进IP消费品产业布局, 与现有休闲服装主业形成协同效应, 全面完善大消费战略规划, 通过提升整体影响力和品牌知名度, 构造消费新生态。暂不考虑外延并购项目, 2016-19年净利润0.3/3.8/5.2/7.3亿, EPS分别为0.06/0.82/1.11/1.56元, 停牌前股价对应PE分别为632/44/32/23倍。

风险提示: 转型效果不及预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	21.62	14.86	465.62	3,789.86	5,136.09
增长率(%)	(47.00)	(31.00)	3,033.00	714.00	36.00
EBITDA(百万元)	5.44	(59.11)	10.45	312.37	537.92
净利润(百万元)	13.20	(61.07)	26.56	384.09	520.95
增长率(%)	(114.00)	(563.00)	(143.00)	1,346.00	36.00
EPS(元/股)	0.03	(0.13)	0.06	0.82	1.11
市盈率(P/E)	1,272.03	(274.95)	632.21	43.72	32.24
市净率(P/B)	113.13	198.61	44.06	21.95	13.06
市销率(P/S)	776.60	1,130.00	36.10	4.40	3.30
EV/EBITDA	613.43	(111.00)	1,699.98	84.37	37.48

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	化工/塑料
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	35.73元
目标价格	45元
上次目标价	40元

基本数据

A股总股本(百万股)	469.97
流通A股股本(百万股)	200.00
A股总市值(百万元)	16,792.03
流通A股市值(百万元)	7,146.00
每股净资产(元)	5.98
资产负债率(%)	2.77
一年内最高/最低(元)	37.10/16.10

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
吴晓楠 联系人
wuxiaonan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

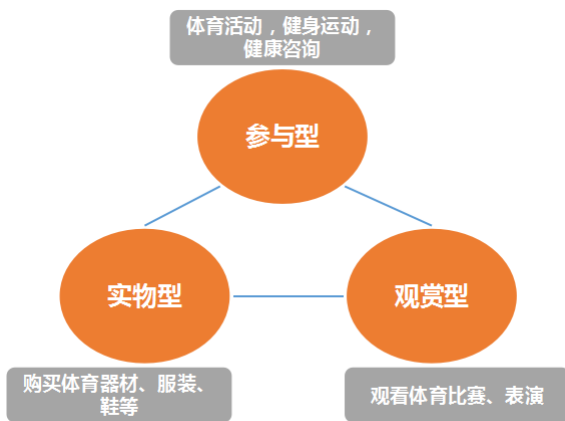
- 《商赢环球-季报点评: 环球星光四季度并表将使全年业绩扭亏为盈, 扩张初期享受“业绩+市值”双增长!》 2016-10-31
- 《大元股份-公司深度研究: 收购环球星光, 脱胎换骨转型国际纺服品牌运营商》 2016-09-09

1月21日公告，子公司商赢体育拟以2000万现金向浙江昆仑控股集团购买“恒昆体育”20%股权。同时拟3000万投资商赢健身房连锁店及移动终端APP项目（暂定）。涉足文体产业，整合上下游优质资源，形成健身休闲产业生态圈，完善大消费战略规划！

消费升级+政策红利+科技发展打造万亿体育健身消费市场。体育健身产业作为第三产业中的“朝阳产业”，从其发展规模和结构来看，随政策支持及居民体育消费需求提高和科技发展，在未来能够成为国民经济新增长点。

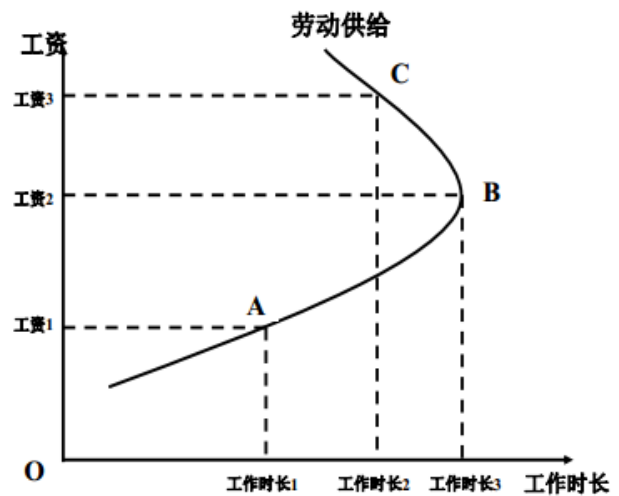
一方面，人均收入增加，居民可支配收入和消费性支出不断攀升，与此同时，居民更加注重休闲娱乐在生活中所占比重，体育健身作为健康生活方式和休闲娱乐活动重要组成部分，参与型+实物型+观赏型消费都将呈现不断上升的趋势。根据《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，未来市场空间：到2025年体育产业总规模超过5万亿。根据体育总局数据，2013年我国体育产业总产值为1.1万亿，未来10年体育产业复合增速需达13%+，维持高速增长。

图 1：体育健身消费类型



资料来源：天风证券研究所

图 2：工资与工作时长反“C”型关系，休闲重要性提升



资料来源：《微观经济学》天风证券研究所

另一方面，近年来，国家不断在政策层面支持体育健身产业的发展，尤其是新一届政府上台以来，出台了多项规划及文件，2016年末国务院发文大力促进体育消费，从战略层面奠定其重要地位并指导和促进全民健身和体育文化产业消费。

图 3：近年体育健身产业相关国家政策

时间	政策文件	主要内容
2016.11	《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》	提出大力促进体育消费，要求 2016 年内完成体育类社团组织第一批脱钩试点、提高体育场馆使用效率、制定实施冰雪运动、山地户外运动、水上运动、航空运动等专项运动产业发展规划
2016.10	《健康中国 2030》规划纲要	第十九章要求积极发展健身休闲运动产业，进一步优化市场环境，培育多元主体，引导社会力量参与健身休闲设施建设运营，打造具有区域特色的健身休闲示范区、健身休闲产业带
2016.06	《全民健身计划(2016-2020)》	就深化体育改革、发展群众体育、倡导全民健身新时尚、推进健康中国建设作出部署
2016.05	《体育发展“十三五”规划》	提出到 2020 年经常参加锻炼的人数要达到 4.35 亿，人均体育场地面积要达到 1.8 平方米，体育产业总规模要超过 3 万亿元等目标
2014.10	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	明确提出到 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，体育产业总规模超过 5 万亿元，人均体育场地面积达到 2 平方米，人均体育消费支出明显提高，经常参加体育锻炼的人数达到 5 亿，体育公共服务基本覆盖全民。提出进一步简政放权，完善激励政策，鼓励社会力量参与，优化产业布局，大力发展以冰雪运动为代表的全民健身活动和以足球为代表的竞技体育项目
2014.9	《部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身》	简政放权，盘活资产，更多依靠市场力量，支持体育企业成长壮大，加快发展体育产业，促进体育消费，推动大众健身
2014.3	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	积极培育体育健身市场，鼓励发展体育服务组织，进一步放宽国内赛事转播权的市场竞争范围，加强体育品牌建设，促进体育衍生品创意和设计开发。
2010.3	《关于加快发展体育产业的指导意见》	加大投融资力度、完善税费优惠政策等多项具体政策和措施。支持有条件的体育企业进入资本市场融资，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和品牌
2009	《全民健身条例》	定期开展公民体质监测和健身活动状况调查，规定 8 月 8 日为全民健身日。明确相关部门举行群众性体育比赛活动的义务

资料来源：国务院 天风证券研究所

此外，科技进步不仅催生出以电子竞技运动为代表的新型体育活动和一系列可穿戴运动健身设备，还从资源、供给、传播、需求和盈利方式等各个方面重新解构体育健身全产业链，典型的有新媒体传播、精准营销及新技术提升赛事观感等。

恒昆体育：主要运营项目：彩票经营、物业管理、培训及场馆运营商；建设会所；体育金融平台运营；体育场馆投资建设；赛事品牌运营。公司团队拥有来自北京体育大学及浙江省体育院校的多名高素质人才，以“打通体育运动健康产业全链条价值”为方向，致力于运动健康全产业链高度整合，打造体育健康生态产业版图。

图 4：恒昆体育主营业务

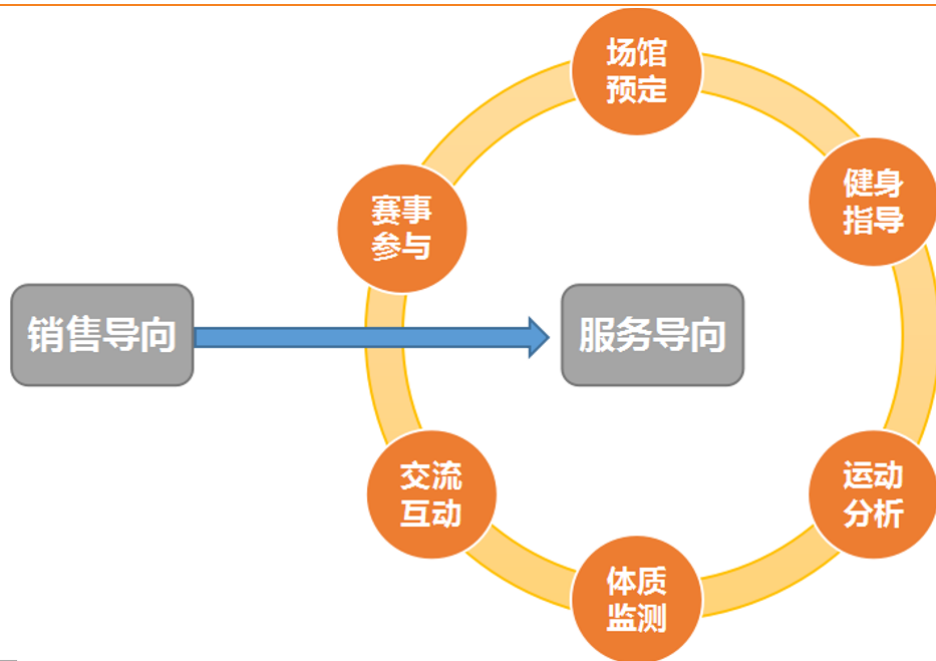


资料来源：公司公告 天风证券研究所

①**赛事运营**：以马拉松+群众体育为两大方向。现阶段已准备开展【杭州国际女子马拉松】、【德清莫干山国际竹海马拉松】及【浙江省内各城市的毅行活动】等十余项赛事。未来计划在浙江省内各城市及各风景区开展马拉松及山地马拉松赛事，并在多地开展乡村马拉松、趣味马拉松等多项群众体育赛事。②**体育互联**：搭建省市群众体育赛事的系统报名平台，全面服务于各省市大众群体赛事的在线报名服务和场馆预订，通过体育互联网平台形成体育服务、体育培训、体育旅游、衍生产品等 B2C 延伸消费。

商赢健身房连锁店&移动终端项目：开发以移动互联网、大数据、云计算技术为支撑的健身休闲服务，健身休闲产业由销售导向向服务导向转变，提升场馆预定、健身指导、运动分析、体质监测、交流互动、赛事参与等综合服务水平，并形成价值链。同时，凭借健身房连锁店稳定且具有优质客户粘度的优势，在商赢金服平台、文化传媒产业等相关的领域做流量导入。形成健康体育、时尚文化相互促进协同发展。

图 5：商赢健身房的综合服务价值链



资料来源：公司公告 天风证券研究所

多品牌+供应链整合推动内生外延双向增长,协同文体产业布局构造消费新生态。一方面,公司维持大消费转型步调,坚定多品牌战略同时进行全球供应链整合,实现内生与外延双

向推动产业发展。**另一方面**，本次收购恒昆体育股权+投资商赢健身房，是在 11 月公告在上海自贸区设立全资子公司商赢体育、商赢文化后对于体育健身和文化产业的再次积极布局，有利于进一步提升企业整体影响力和品牌知名度的同时，与现有休闲服装主业形成协同效应，发展运动健身服饰，并利用自身优势开发相关健身房移动终端 APP，凭借健身房连锁店稳定且具有优质客户粘度的优势，在今后商赢金服平台、文化传媒产业等相关的领域做流量导入，形成健康体育、时尚文化相互促进协同发展，打造消费新生态。

维持盈利预测，维持买入评级。公司坚定大消费转型，服装多品牌运营思路清晰，未来通过供应链+多品牌整合实现内生外延双向增长；涉足体育，推进 IP 消费品产业布局，与现有休闲服装主业形成协同效应，全面完善大消费战略规划，通过提升整体影响力和品牌知名度，构造消费新生态。暂不考虑外延并购项目，2016-19 年净利润 0.3/3.8/5.2/7.3 亿，EPS 分别为 0.06/0.82/1.11/1.56 元，停牌前股价对应 PE 分别为 632/44/32/23 倍。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	10.60	10.06	37.25	303.19	410.89
应收账款	42.84	63.10	1,779.91	15,983.03	8,089.69
预付账款	6.65	15.88	399.46	2,992.51	1,646.68
存货	6.76	1.29	306.05	2,170.43	1,210.42
其他	0.00	50.26	17.85	30.06	30.08
流动资产合计	66.85	140.60	2,540.52	21,479.22	11,387.76
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	31.59	4.32	34.80	81.16	124.07
在建工程	44.47	24.36	50.62	78.37	77.02
无形资产	123.76	22.51	22.32	22.13	21.94
其他	29.06	5.00	1.67	2.22	2.96
非流动资产合计	228.89	56.19	109.40	183.89	225.99
资产总计	295.74	196.78	2,649.92	21,663.11	11,613.76
短期借款	8.00	8.00	760.84	7,960.77	4,043.27
应付账款	35.16	66.99	1,205.39	10,853.56	6,438.53
其他	32.53	32.11	49.17	170.32	100.95
流动负债合计	75.69	107.10	2,015.40	18,984.65	10,582.75
长期借款	0.00	0.00	255.82	2,056.50	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.01	5.14	4.05	5.40	4.86
非流动负债合计	7.01	5.14	259.87	2,061.90	4.86
负债合计	82.69	112.23	2,275.27	21,046.55	10,587.61
少数股东权益	64.62	0.00	(6.46)	(148.64)	(260.00)
股本	200.00	200.00	470.00	470.00	470.00
资本公积	122.42	119.52	119.52	119.52	119.52
留存收益	(51.57)	(115.45)	(88.89)	295.20	816.15
其他	(122.42)	(119.52)	(119.52)	(119.52)	(119.52)
股东权益合计	213.05	84.55	374.65	616.56	1,026.15
负债和股东权益总	295.74	196.78	2,649.92	21,663.11	11,613.76

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	5.13	(68.49)	26.56	384.09	520.95
折旧摊销	5.96	4.37	3.45	6.07	8.63
财务费用	1.90	2.18	(0.10)	(0.40)	(0.90)
投资损失	(31.13)	4.54	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(8.89)	(54.30)	(1,215.03)	(8,902.64)	5,713.48
其它	(2.57)	70.11	(6.80)	(144.59)	(113.90)
经营活动现金流	(29.61)	(41.59)	(1,191.91)	(8,657.48)	6,128.27
资本支出	(6.10)	(142.40)	61.09	78.65	50.54
长期投资	(13.45)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.89	138.30	(121.09)	(158.65)	(100.54)
投资活动现金流	5.34	(4.10)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	8.00	8.00	1,016.67	10,017.27	4,043.27
股权融资	(8.03)	(5.05)	270.10	0.40	0.90
其他	6.10	46.18	(7.66)	(1,014.26)	(10,014.74)
筹资活动现金流	6.07	49.12	1,279.11	9,003.42	(5,970.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(18.21)	3.43	27.19	265.94	107.70

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	21.62	14.86	465.62	3,789.86	5,136.09
营业成本	20.76	16.16	308.89	2,516.09	3,405.23
营业税金及附加	0.05	0.19	5.59	56.85	61.63
营业费用	1.16	0.49	48.01	435.83	564.97
管理费用	27.64	44.38	86.14	454.78	564.97
财务费用	2.10	2.15	(0.10)	(0.40)	(0.90)
资产减值损失	3.62	12.58	10.00	20.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.13	(4.54)	0.00	0.00	0.00
其他	(62.26)	9.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	(2.57)	(65.63)	7.10	306.71	530.19
营业外收入	9.86	0.19	15.00	15.00	15.00
营业外支出	2.16	3.05	1.93	2.38	2.45
利润总额	5.13	(68.49)	20.17	319.33	542.74
所得税	0.00	0.00	0.40	79.83	135.68
净利润	5.13	(68.49)	19.76	239.50	407.05
少数股东损益	(8.08)	(7.42)	(6.80)	(144.59)	(113.90)
归属于母公司净利润	13.20	(61.07)	26.56	384.09	520.95
每股收益(元)	0.03	(0.13)	0.06	0.82	1.11

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-47.26%	-31.27%	3033.33%	713.94%	35.52%
营业利润	-98.42%	2450.77%	-110.81%	4222.76%	72.87%
归属于母公司净利润	-114.35%	-562.64%	-143.49%	1345.97%	35.63%
获利能力					
毛利率	3.99%	-8.73%	33.66%	33.61%	33.70%
净利率	61.06%	-410.98%	5.70%	10.13%	10.14%
ROE	8.89%	-72.23%	6.97%	50.19%	40.50%
ROIC	-0.24%	-35.00%	8.85%	16.99%	3.84%
偿债能力					
资产负债率	27.96%	57.03%	85.86%	97.15%	91.16%
净负债率	21.72%	75.81%	25.14%	198.09%	1045.28%
流动比率	0.88	1.31	1.26	1.13	1.08
速动比率	0.79	1.30	1.11	1.02	0.96
营运能力					
应收账款周转率	0.64	0.28	0.51	0.43	0.43
存货周转率	1.43	3.69	3.03	3.06	3.04
总资产周转率	0.07	0.06	0.33	0.31	0.31
每股指标(元)					
每股收益	0.03	-0.13	0.06	0.82	1.11
每股经营现金流	-0.06	-0.09	-2.54	-18.42	13.04
每股净资产	0.32	0.18	0.81	1.63	2.74
估值比率					
市盈率	1,272.03	-274.95	632.21	43.72	32.24
市净率	113.13	198.61	44.06	21.95	13.06
EV/EBITDA	613.43	-111.00	1,699.98	84.37	37.48
EV/EBIT	-7,038.01	-103.35	2,539.53	86.05	38.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com