

与虎扑开展全方位合作，强势介入体育新领域

核心观点：

- 昨日贵人鸟发布系列公告，拟间接参股虎扑不低于15%的股权、与虎扑体育签署为期5年《战略合作框架协议》；同时公告2489万股限售股1.26日进入解禁期。贵人鸟参与设立泉州盛翔投资管理中心(有限合伙)，成立后与泉州泉晟投资有限公司签署《投资合作协议》，拟向泉晟投资提供人民币23,916万元的借款，借款的期限为十年，经双方同意可以延长。泉晟投资在接收上述借款后用于受让虎扑(上海)文化传播有限公司部分股权并对虎扑体育增资。泉晟投资正就上述股权交易与虎扑体育现有股东及虎扑体育商谈，预计该等股权交易完成后，泉晟投资将持有虎扑体育股权比例不低于15%，成为其第二大股东。根据2.3916亿、持有虎扑股权不低于15%，按15%股权计算，等同于虎扑总作价16亿左右。其中，通过泉晟投资间接参股虎扑主要在于贵人鸟作为中外合资企业、而虎扑作为互联网企业，贵人鸟对于泉晟投资该项借款有系列约束条件(详见公告)，以保障虎扑股权的所有对应收益为贵人鸟股份所有。如上述股权交易在2015年6月30日前未能达成，泉晟投资将于2015年7月10日前偿还全部贷款。
- 贵人鸟拟与虎扑体育签署为期5年的《战略合作框架协议》。为推动贵人鸟在体育产业方面的布局，加快外延式发展步伐，贵人鸟拟与虎扑签署《战略合作框架协议》，与虎扑体育构建战略合作伙伴关系，探索并展开全方位、多层次的合作；战略合作框架协议内容包括：双方拟率先合作成立体育产业基金，基金目标规模20亿(分两期设立、首期规模10亿)；其中，贵人鸟未来3年分两期向产业投资企业投资10亿，第一期投资金额5亿。该基金将专注投资中国体育产中的新兴和成长型公司，将重点关注O2O体育运营、体育培训与个人健身服务、智能设备、体育网络媒体和社区平台等细分领域。同时双方开展线上线下合作(将贵人鸟现有的以三四线城市为主体的线下流量资源转化为线上流量；利用虎扑线上流量资源，协助贵人鸟在传统线下领域及线上点上业务进行战略布局)，努力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。
- 虎扑是国内最佳的体育产业中极其独特、在互联网和线下都具有领先优势和强大平台资源的企业。虎扑体育成立于2007年，致力于应用互联网技术，为广大体育爱好者提供专业化的资讯、互动、运动管理和电子商务等全方位体育服务。虎扑体育旗下拥有中国领先的体育网站-虎扑体育网(HUPU.com)和“虎扑看球”APP等体育手机应用，全平台活跃用户数超过3500万(其中，APP注册用户数1600万；根据虎扑管理层预测，未来三年活跃用户数有望发展到1亿人)，在PC和移动互联网平台的体育垂直领域均占据龙头地位，核心用户群体为青年男性体育人群。成立以来，虎扑体育在线下运营的各类型赛事、体育活动超过10万场，2014年成为参与运营大型商业赛事场次最多的国内企业之

贵人鸟 (603555.SH)

推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050002

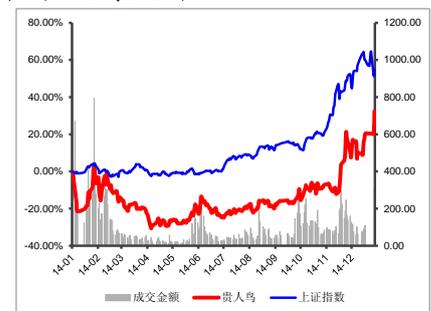
市场数据

2015.1.20

A股收盘价(元)	20.21
A股一年内最高价(元)	20.21
A股一年内最低价(元)	16.51
上证指数	3173.05
市净率	5.87
总股本(万股)	61400
实际流通A股(万股)	8900
限售A股(万股)	52500
流通A股市值(亿元)	17.99

注：*价格未复权

相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

- 一。目前虎扑网的线上业务盈利模式包括：(1) 广告，约占收入 60%，公司网站部分，主要价值在于奠定公司的媒体地位，实践对体育的理解，从而达成用户的认同感。公司 98% 用户是男性，主要盈利模式为品牌广告展示，前期广告客户是运动装备类，12 年开始，客户拓宽到汽车、啤酒、快消、金融等领域。(2) 彩票：约占收入 10%，PC 端和百度乐彩合作（手机端也有合作），玩法以竞彩为主。虎扑在彩票业务中主要是起倒流作用，将网上用户中的彩票消费者导流到第三方彩票平台上进行购买消费，虎扑自身不做直接及售后等相关服务；(3) 电商：识货 APP，电商导购平台，目前是最大的线上体育装备讨论平台。希望将电商做成类似“资产”性质的产品，在特定人群中具有号召力，形成特有的文化标签。目前电商是个导购平台，后方的供货通过第三方电商平台提供支持，自身不涉及物流问题。此外，虎扑的线下业务：目前已是中国最大的体育赛事运营商之一。盈利模式主要为门票收入、周边收入、权益收入（包括赞助、商标等相关广告）。公司上游体育资源丰富，下游也拥有较多有经济实力的客户。公司积极维护能容纳 3000 人以上的体育场馆。赛事运营中的方案设计、媒体推广、行政批文、以及落地的承办和招商都由公司承担。随着公司的影响力扩大，资源获取成本越来越低，与体育明星经纪人的询价的能力也会增强。公司目前赛事单场盈利在百万级别，收益包括门票、广告、赞助，合作方式包括项目合作、买断球员等，成本一般是固定的。根据公告，虎扑体育 2013 年总资产 11,280 万元，净资产 8,846 万元，2013 年实现营业收入 9,838 万元，净利润 1,512 万元；截至 2014 年 11 月 30 日，虎扑体育总资产 17,865 万元，净资产 14,868 万元，2014 年 1-11 月，虎扑体育实现营业收入 12,038 万元，净利润 35 万元（以上数据未经审计）。结合虎扑网的流量、经营数据（收入、利润等），16 亿的总作价是合理的；资本市场对虎扑网给予的预期较高。
- **参股虎扑、发起不低于 20 亿股权投资基金毫无疑问对贵人鸟形成利好，今日股价直接封涨停不给机构买入的机会。**我们认为此次投资不单是参股 15% 以上的虎扑股权、单单成为虎扑网影子股那么简单；更主要的是双方签署的《战略合作框架协议》，其中 20 亿的体育产业基金设立带来的想象空间（贵人鸟直接借助虎扑进入体育领域），以及双方共赢可能会给贵人鸟带来的发展（虎扑线上流量为贵人鸟线下运动鞋服行业、传统体育产业，以及线上的电商带来发展提供利好）。从未来发展角度，贵人鸟除了现有的贵人鸟品牌外（定位于三四线城市时尚体育鞋服定位），我们估计在其他体育鞋服领域也会有所发展；与虎扑的战略合作框架协议无疑会对其新品牌发展有所推动。
- 贵人鸟当前总股本 6.14 亿股，2014 年 1 月 24 日登陆上交所，**以今日收盘价计算总市值 124 亿（2014Q3 末账上现金 10 亿）**；2013 年公司净利润规模 4.23 亿元、我们估计 2014、2015 年分别为 3、3.4 亿元，当前股价对应 PE41、36 倍。我们认为无法从市盈率角度给予公司以估值，更多的是对中国体育产业发展、贵人鸟发展体育产业决心和相关布局给予的溢价。**从目前的手笔上来看（虎扑是市场公认的好标的，公司未来在体育领域的新发展一方面依赖于双方成立的体育产业基金、另一方面取决与中欧成立的基金），贵人鸟毫无疑问是投资体育板块值得重点关注的标的。公司未来股价的主要风险在于该项收购、合作框架协议是否会出现变数。**

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚、花小伟，纺织服装行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址: www.chinastock.com.cn