

启动体育产业布局第一步，维持买入！



事件：公司公告拟与江西和同资产共同发起设立探路者和同体育产业并购基金。

核心观点

- 本次公告是公司启动大体育布局第一步，该并购基金主要投向体育垂直类媒体和大众体育赛事相关领域企业，也将成为公司对体育产业布局 and 资源整合重要平台之一。投资项目达到各方约定退出条件后，公司对项目对应基金资产有优先收购权。考虑到公司之前的准备和合作方在体育和媒体领域多年的资源积累，我们预计后续较快会有项目落地，方向上我们判断是具备优秀团队的互联网体育垂直媒体和自行车、羽毛球国内人群基础雄厚的大众体育赛事项目。
- 我们认为公司本次投资是在国家大力发展体育产业大背景下，立足自身业务实际作出的重要战略布局，对公司后续发展将产生深远影响。公司作为国内户外行业第一的龙头企业，参与体育产业的布局，既能分享体育产业大发展的蛋糕，本身也可以与现有业务、目标客户等产生较大的协同性和价值延伸，进一步提升公司在大户外产业的综合竞争力。同时依托于合作方的专业团队和产业资源优势也可以在体育产业爆发前夜挖掘更好的标的，包括获得更好的体育产业人才团队。
- 15 年是公司布局体育产业战略元年，之前我们重点提示公司围绕体育产业整合推进将从三个方面展开：（1）借助北京申办冬奥会契机，通过股权并购或代理等方式整合欧美专业冰雪品牌，通过技术引进等方式国产化，丰富和提升公司冰雪项目品类，分享冬奥会带来的冰雪消费提升，利用绿野良好的客户基础推动相关活动服务体系的完善（2）通过与在体育产业拥有丰富资源的专业机构合作成立产业基金的方式布局相关项目，分享行业成长与政策红利（3）考虑到户外与体育客群在年龄上可以很好的衔接，公司未来将向体育营销与服务等方向寻求整合延伸，进一步做全产业链，带动公司现有户外运动业务的协同发展。目前公司已经启动（2）和（3）的布局，关于（1）中冰雪方面的布局也在积极推进之中，我们判断 15 年公司体育方面的项目将呈现持续落地的态势。

财务预测与投资建议

- 我们维持对公司 14—16 年每股收益分别为 0.58 元、0.67 元和 0.82 元的预测，根据可比公司 2015 年估值 35 倍，给予公司目标价 23.45 元，维持买入评级。15 年公司股价主要看点是体育产业的战略布局，第一步已经启动，后续很可能呈现加快趋势。

风险提示：线上销售持续低于预期的风险、战略转型过程中面临的管理挑战等。

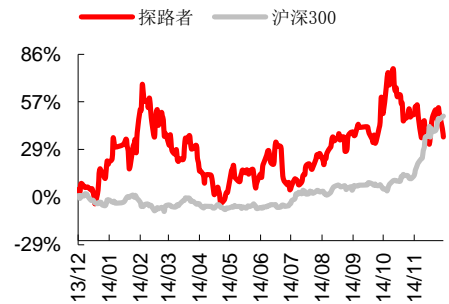
公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,106	1,445	1,715	1,987	2,404
同比增长	46.7%	30.7%	18.6%	15.9%	21.0%
营业利润（百万元）	193	267	326	385	471
同比增长	56.3%	38.6%	22.0%	18.0%	22.5%
归属母公司净利润（百万元）	169	249	295	344	416
同比增长	57.4%	47.5%	18.7%	16.4%	20.9%
每股收益（元）	0.33	0.49	0.58	0.67	0.82
毛利率	50.9%	50.0%	48.7%	48.5%	48.7%
净利率	15.3%	17.2%	17.2%	17.3%	17.3%
净资产收益率	24.0%	27.1%	26.2%	25.5%	25.4%
市盈率（倍）	57.8	39.2	33.0	28.4	23.5
市净率（倍）	12.2	9.4	8.0	6.6	5.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2015年01月28日）	23.00元
目标价格	23.45元
52周最高价/最低价	25.15/12.88元
总股本/流通A股（万股）	51,042/32,223
A股市值（百万元）	11,740
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2015年01月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现（%）	24.6	27.6	12.8	24.3
相对表现（%）	19.3	23.8	-38.1	-37.0
沪深300（%）	5.3	3.8	50.9	61.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001

相关报告

14 年业绩略低于预期，未来看点在体育产业布局 2015-01-13

体育产业核心标的之一，调整可能提供较佳介入机会 2014-12-25

三季报符合预期，继续看好公司四季度的表现 2014-10-24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	587	731	998	1,241	1,543	营业收入	1,106	1,445	1,715	1,987	2,404
应收账款	41	73	69	79	96	营业成本	542	722	880	1,023	1,233
预付账款	8	18	17	20	24	营业税金及附加	8	10	12	14	17
存货	164	291	352	409	493	营业费用	205	253	305	348	413
其他	11	49	22	25	29	管理费用	136	157	185	215	260
流动资产合计	812	1,163	1,457	1,775	2,186	财务费用	(5)	(10)	(13)	(17)	(21)
长期股权投资	0	49	0	0	0	资产减值损失	26	45	19	20	29
固定资产	240	239	262	279	299	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	6	1	10	15	18	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	8	8	6	4	2	其他	0	0	0	0	0
其他	20	29	0	0	0	营业利润	193	267	326	385	471
非流动资产合计	275	326	279	299	318	营业外收入	3	15	10	10	10
资产总计	1,086	1,489	1,736	2,073	2,504	营业外支出	0	1	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	195	282	334	393	479
应付账款	144	282	334	389	469	所得税	27	41	50	59	72
其他	137	158	174	211	257	净利润	168	241	284	334	408
流动负债合计	281	439	508	600	726	少数股东损益	(0)	(7)	(11)	(10)	(8)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	169	249	295	344	416
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.33	0.49	0.58	0.67	0.82
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0						
负债合计	281	439	508	600	726						
少数股东权益	5	16	5	(5)	(13)						
股本	353	425	510	510	510						
资本公积	112	147	147	147	147						
留存收益	337	462	566	821	1,134						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	806	1,050	1,228	1,473	1,778						
负债和股东权益	1,086	1,489	1,736	2,073	2,504						

现金流量表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	168	241	284	334	408
折旧摊销	13	13	10	10	11
财务费用	(5)	(10)	(13)	(17)	(21)
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	3	(94)	22	(1)	(13)
其它	45	68	48	20	29
经营活动现金流	225	218	351	346	414
资本支出	(6)	(0)	(40)	(30)	(30)
长期投资	0	(49)	49	0	0
其他	(5)	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(11)	(54)	9	(30)	(30)
债权融资	0	0	(0)	0	0
股权融资	53	107	85	0	0
其他	(45)	(128)	(178)	(72)	(82)
筹资活动现金流	8	(21)	(94)	(72)	(82)
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0
现金净增加额	222	144	266	244	302

主要财务比率					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入	46.7%	30.7%	18.6%	15.9%	21.0%
营业利润	56.3%	38.6%	22.0%	18.0%	22.5%
归属于母公司净利润	57.4%	47.5%	18.7%	16.4%	20.9%
获利能力					
毛利率	50.9%	50.0%	48.7%	48.5%	48.7%
净利率	15.3%	17.2%	17.2%	17.3%	17.3%
ROE	24.0%	27.1%	26.2%	25.5%	25.4%
ROIC	23.0%	23.8%	23.4%	23.2%	23.6%
偿债能力					
资产负债率	25.8%	29.5%	29.3%	28.9%	29.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.89	2.65	2.87	2.96	3.01
速动比率	2.11	1.76	1.95	2.05	2.10
营运能力					
应收账款周转率	38.6	23.9	23.0	25.5	26.0
存货周转率	2.5	2.4	2.1	2.0	2.1
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.49	0.58	0.67	0.82
每股经营现金流	0.44	0.43	0.69	0.68	0.81
每股净资产	1.57	2.03	2.40	2.90	3.51
估值比率					
市盈率	57.8	39.2	33.0	28.4	23.5
市净率	12.2	9.4	8.0	6.6	5.4
EV/EBITDA	45.4	33.8	28.3	24.2	19.8
EV/EBIT	48.6	35.5	29.2	24.8	20.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn