贵人鸟(603555) 跟踪报告暨重大事项点评

入"虎"添翼,飞得更高

2015年1月20日

投资要点

- ❖ 与"虎扑体育"展开股权及战略深度合作。公司公告作为有限合伙人拟成立有限合伙基金,后者拟以"投资合作协议方式"借款给"泉晟投资"2.39亿元用于投资获得"虎扑体育"不低于 15%的股权(我们测算虎扑体育总估值不超过 16亿元,对应 2014年 PS11倍)。本次安排完成后,"泉晟投资"将成为仅次于虎扑创始团队的第二大股东,而公司则拥有上述安排的所有收益,并获得相应虎扑董事会提名权。同时,公司还拟与"虎扑"签订战略合作协议:包括共同打造体育产业基金(分两期设立达 20亿元目标规模),以及彼此线下/线上流量的共享、对接及商业化,共同推进彼此体育产业的战略布局。
- * "虎扑"系中国最大的互联网体育社区,产业的流量入口、数据中心和资源平台,并具有巨大的用户变现潜力。虎扑成立于 2007 年,是中国最大的互联网体育社区。目前,虎扑 PC 端和移动端全平台活跃用户 3500 万人,按其规划未来几年将实现用户突破 1 亿人。上述级别的产业用户,使虎扑成为了真正的产业流量入口、数据中心和资源平台。同时,因其定位于体育的垂直领域,形成了"90%以上男性、20-29 岁、学生为主"的独特用户群体,粘性极高且具有巨大的变现潜力。
- ❖ 整合资源推进体育产业战略,全方位打造产业变现平台。我们认为体育产业未来内容丰富和政策放开是大势所趋,产业环节现已有诸多成熟的商业模式并且趋于更加丰富。公司的产业背景(从事运动鞋服超 16 年)和资本市场平台(113 亿元市值、15.6 亿元现金资产)是其具有的产业优势,而本次与虎扑股权及战略深度合作,后续布局成熟盈利模式的资源便具有了用户的流量基础和数据支持。同时,公司拟与虎扑共同搭建的产业基金,望借助双方资源布局和储备现有的及潜在的产业资源,形成长效的互动平台。有望全方位推动公司的产业布局和变现平台打造。
- ❖ 判断公司运动鞋服业务 2015 年将迎来拐点。公司自 2014 年起进行经营管理转变和完善:调整和关闭不盈利店铺、提升店铺质量、专注零售管理转型、改变营销方式和提升设计能力等。目前运营已有好转,库存压力缓解(预计 2015 年 4 月清理完毕)、终端折扣率回升(估算 6 折以上)、同店恢复正增长(估算高个位数增长)、订货实现正增长(15 春夏订货同增高个位数)。基于此,我们判断公司 2015 年大概率将迎来运营拐点。
- ❖ 催化因素。中证指数有限公司将于2015年2月9日发布中证体育产业指
- ❖ 风险因素。1. 后续战略布局存有不确定性,2. 运动鞋服运营低于预期。
 3. 多方资源整合后的协同效应。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。公司本次投资是其布局体育产业的实质开始、且是最核心的一环。若如期完成,后续有望充分利用虎扑的流量/数据/资源,并借助资本市场平台,全方位布局体育产业并打造变现平台。本次投资短期对业绩无影响,维持 2014/15/16 年 EPS0.50/0.56/0.64 元预测。目前 A 股体育产业标的稀缺、平均估值为 2015 年 PE73 倍,考虑到公司后续变现平台对接可能带来的业绩增厚、以及战略推进所带来催化因素,给予公司 40-45 倍 PE,上调目标价至 22.5-25 元,公司现价 18.37 元,上调评级至"买入"。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2855	2406	1983	2035	2183
增长率 YoY%	7.8	-15.7	-17.6	2.6	7.3
净利润(百万元)	528	423	307	341	395
增长率 YoY%	29.5	-19.8	-27.6	11.3	15.9
每股收益 EPS (全面摊薄) (元)	0.86	0.69	0.50	0.56	0.64
毛利率%	40.7	40.6	40.0	40.4	40.8
净资产收益率 ROE%	41.0	32.1	12.5	12.7	13.3
PE	21	27	37	33	29
PB	8.8	8.6	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	14	17	24	23	20

资料来源:中信数量化投资分析系统

注: 股价为 2015 年 1 月 19 日收盘价



买入 (上调)

当前价: 18.37 元 目标价: 22.5-25.00 元

中信证券研究部

鞠兴海

电话: 021-20262106 邮件: juxh@citics.com

执业证书编号: S1010510120059

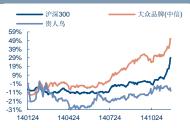
薛缘

电话: 021-20262134 邮件: xueyuan@citics.com 执业证书编号: S1010514080007

汪蓉

电话: 0755-23835392 邮件: wangrong@citics.com 执业证书编号: S1010511040003

相对指数表现



资料来源:中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数 3635.15 点 614/89 614/89 百万股 百万股 12 月最高/最低价 18.48 元/10.6 元 近 1 月绝对涨幅 9.29% 57.05% 今年以来绝对涨幅 9.61% 12 个月日均成交额 101.49 百万元

相关研究

- 1. 贵人鸟 (603555) 2014 年三季报 点评—携复苏趋势,抓产业契机 ………2014-10-19
- 2. 纺织服饰行业每周视点(第50期, 2014.12.8-2014.12.12)—运动鞋 服公司——新一轮体育产业的生 力军?......2014-12-15
- 3. 贵人鸟(603555.SH)新股定价报告一定位运动休闲,领跑三四线市场......2014-01-24



目录

与"虎扑体育"展开股权及深度战略合作	
虎扑体育:中国最大的互联网体育社区	
体育产业的流量入口和数据中心	
体育产业的资源平台	4
用户粘性极高且具有巨大的变现潜力	5
以虎扑流量入口为基础,全方位打造产业变现平台	7
贵人鸟定位为产业资源的整合者	7
判断公司运动鞋服业务 2015 年迎来拐点	9
运动鞋服行业:景气回升趋势明确,中长期增长望提速	9
2015 年公司有望迎经营拐点	10
风险提示	11
盈利预测与估值评级	12
盈利预测	12
估值与评级	13



插图目录

图 1: 本次交易结构	1
图 2: 虎扑体育发展历程回顾	2
图 3: 虎扑体育业务版图	2
图 4: 虎扑体育的体育营销业务	3
图 5: 2014 年 12 月体育类综合月度日均人均 PV 统计排名	3
图 6: 体育类行业网站前五名综合得分走势图	3
图 7: 体育类移动 app 排名	4
图 8: 体育类微博账号人气(新浪+腾讯)	4
图 9: 虎扑体育用户年龄结构	
图 10: 虎扑体育网用户性别结构	5
图 11: 2013 年中国移动支付用户分析	6
图 12: 贵人鸟重要财务数据	
图 13: 贵人鸟股权结构	
图 14: 贵人鸟体育产业战略推进执行能力强	
图 15: 我国体育产业增加值细分结构(2008N)	
图 16: 美国体育产业产值细分结构(1999N)	
图 17: 体育产业版图中贵人鸟拥有资源及未来布局方向	
图 18: 2010-2015Q2 安踏、特步、361 度季度订货增速	
图 19: 2013Q1-2014Q3 安踏、特步、361 度季度同店增长	
图 20: 2009、2013 年中国运动鞋服市场结构	10
图 21: 2009-2013 年我国耐克和阿迪市占率合计	10
- 16	
表格目录	
表 1: 虎扑体育主要财务数据	1
表 2: 公司赛事版权分销业务	
表 3: 虎扑体育赛事活动管理	
表 4: 虎扑体育游戏业务	
表 5: 虎扑体育电商业务	
表 6: 公司直营渠道假设	
表 7: 公司加盟渠道假设	
表 8: 公司盈利预测及估值	
表 9. 体育产业可比公司估值	13

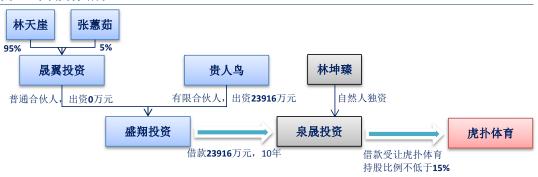


与"虎扑体育"展开股权及深度战略合作

贵人鸟 2015 年 1 月 20 日公告: 拟与"晟翼投资"共同设立"盛翔投资"(有限合伙), 其中公司作为有限合伙人(LP)出资 23916 万元, 晟翼投资作为普通合伙人(GP)出资 0 万元。同时,盛翔投资拟向"泉晟投资"提供 23916 万元借款,期限十年(可延长)。"泉晟投资"将接收借款用于受让"虎扑体育"部分股权并对"虎扑体育"增资,持有"虎扑体育"股权比例不低于 15%,成为其第二大股东。

同时,贵人鸟拟与虎扑体育合作发起募集成立体育产业基金,基金规模 20 亿元,分两期设立,其中第一期基金规模 10 亿元,同时公司未来三年分两期向产业基金投入 10 亿元,其中第一年第一期投入人民币 5 亿元。产业基金投资决策委员会由 5 名委员组成,由虎扑体育、公司及双方共同认可的第三方专业基金管理机构共同委派;产业基金由其执行事务合伙人(由虎扑体育、公司及双方共同认可的第三方专业基金管理机构共同投资设立)负责运营。

图 1: 本次交易结构



资料来源:中信证券研究部整理

注: 林天崖先生为贵人鸟公司董事长兼总经理、实际控制人林天福先生的哥哥

表 1: 虎扑体育主要财务数据(单位:万元)

	2013 年	2014年1-11月
营业收入	9838	12,038
净利润	1512	35
总资产	11280	17865
净资产	8846	14868

资料来源:公司公告,中信证券研究部

就本项交易,我们认为:

- 一、本次交易架构虽较为复杂,但最终所有收益均归属于上市公司,并且上市公司拥有虎扑董事会相应提名权。公司作为 LP,拥有对有限合作"盛翔投资"的全部收益权。而"盛翔投资"对"泉晟投资"的借款则采取的是《投资合作协议》,包括:规定"泉晟投资"按照指令将借款仅用于受让/增资虎扑体育部分股权、未来"泉晟投资"转让其在虎扑体育中持有的股权所取得的任何收益,均应用于根据本协议偿还借款。
- 二、交易估值合理。"泉晟投资" 2.39 亿元投资获得"虎扑体育"不低于 15%的股权,测算虎扑体育总估值不超过 16 亿元。对应 2014 年 PS11 倍(2014 年收入按照 2014 年 1-11 月收入*12/11 推算)、对应单位用户成本 45.7 元。



三、公司体育产业战略如虎添翼。与"虎扑体育"展开股权及深度战略合作,是贵人鸟体育产业战略的首次实质性推进,更是其整个战略布局中的最核心环节。未来,预计公司将以虎扑体育的流量入口为基础,打造全方位的体育产业变现平台。(详见下文。)

虎扑体育:中国最大的互联网体育社区

虎扑体育成立于 2007 年,是中国最大的互联网体育社区。 2004 年,公司董事长程杭在美国芝加哥创立虎扑体育前身 hoopCHINA,在接下来的 11 年发展过程中,虎扑体育不断自我颠覆,经历了从篮球论坛、到体育门户、再到优秀体育营销公司的蜕变。

图 2: 虎扑体育发展历程回顾



资料来源: 虎扑体育网站,中信证券研究部整理

虎扑体育是全程全案的最优体育营销价值提供者,旗下拥有中国最大的体育垂直类网站"虎扑体育网(hupu.com)"和多个移动端领先的体育应用(虎扑体育、虎扑看球、虎扑跑步、虎扑识货等)。目前,公司业务范围覆盖体育营销服务、赛事活动管理、新媒体服务、版权分销、网络游戏联运和电子商务等。

图 3: 虎扑体育业务版图



资料来源:中信证券研究部整理



图 4: 虎扑体育的体育营销业务



资料来源:中信证券研究部整理

体育产业的流量入口和数据中心

虎扑是中国最具影响力的体育新媒体之一,拥有最大的体育垂直类网站(虎扑体育网)、 移动端领先的体育应用(虎扑看球、虎扑体育、虎扑跑步、虎扑识货等)和覆盖广泛的第三 方社交平台。

虎扑体育全平台活跃用户数超过 3500 万,在 PC 和移动互联网平台的体育垂直领域均占据龙头地位。根据 36 氪网 2014 年 7 月披露数据(详见 http://www.36kr.com/p/213578 .html),PC 端:虎扑体育网月活跃用户超过 3000 万,日均浏览量(PV)超过 1 亿;移动端:"虎扑看球"拥有 800 万装机、200 万以上日活用户,"虎扑体育"和"虎扑识货"拥有超过 500 万装机、100 万日活用户。

SNS 社会化传播: 虎扑体育第三方平台覆盖新浪微博、微信、腾讯微博、QQ 空间、人人公共主页等主流社交化平台。其中,虎扑体育网微博账号在体育类排名第一,虎扑体育微信账号覆盖虎扑体育、虎扑看球、虎扑识货、虎扑新声、虎扑游戏、虎扑赛车等 10 大栏目,居同类公共账号第一。

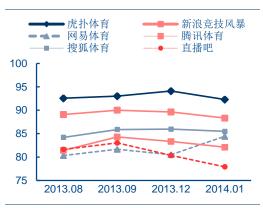
根据公司规划:未来几年虎扑将提升活跃用户规模至1亿人。拥有如此庞大的用户规模基础,虎扑已是目前体育产业的流量入口,并且是上述用户背后的大数据中心。

图 5:2014 年 12 月体育类综合月度日均人均 PV 统计排名



资料来源: iwebchoice.com, 中信证券研究部 注: 人均 PV=每百万名 Alexa 安装用户平均每人日均访问页面数 (页数)

图 6: 体育类行业网站前五名综合得分走势图



资料来源:中国媒体价值网,中信证券研究部



图 7: 体育类移动 app 排名

体育应用 排名	移动端	每日活跃用户数 占装机量比例
1	虎扑看球	30%
2	直播吧	15%
3	‰ 新浪体育	20%
4	懂球帝	-
5	虎扑 体育 虎扑体育	-
6	₩ 腾讯看比赛	∮ 17%

资料来源: AppAnnie, Umeng, 中信证券研究部

图 8: 体育类微博账号人气(新浪+腾讯)

ð	数博账号	关注数
	新浪体育	7699114
	腾讯体育	6582044
KUEB	虎扑篮球	2762776
1015 B	虎扑足球	1638946
RIHAR	虎扑体育	733705
8	直播吧	303101
LIVE	虎扑看球	119219

资料来源:新浪微博,腾讯微博,中信证券研究部

体育产业的资源平台

虎扑体育与多家国内外机构建立合作伙伴关系,为其打造网络媒体平台、商业平台及第三方平台。如,负责 NBL 官网、WCBA 官网、中甲联赛官网的搭建和运营,与法新社共同开发法新社亚洲媒体服务,负责利物浦俱乐部官网、中超贵州茅台官网及社区等搭建运营。

2009 年公司成立线下业务团队,经过多年积累,虎扑体育在线下运营的各类型赛事、体育活动超过 10 万场,拥有覆盖 400 多个城市的线下球迷团体,在 2014 年成为参与运营大型商业赛事场次最多的国内企业之一。

表 2: 公司赛事版权分销业务

合作时间	合作伙伴	合作内容				
	中国篮协	NBL(全国男子篮球联赛)的官网的搭建和运营。				
2012年	盈方中国	WCBA(中国女子篮球甲级联联赛)官网的搭建和运营;同时开展一系列赛事及球场赞助合作。				
	中国足协	中国足球甲级联赛的官网搭建和运营。				
2013年	法新社	共同开发法新社的亚洲媒体服务。法新社负责法新社素材来源,虎扑选取部分 成为制作内容,最后通过网站和手机进行发布。				
	利物浦足球俱乐部	利物浦中文官方网站的搭建运营;同时邀请利物浦的球星做客专访,举办球迷 互动活动。				
	中超贵州茅台					
	中超江苏国信舜天	为俱乐部提供赞助并搭建官网和互动社区的搭建运营; 开展视频专访和球迷互				
2014年	中超杭州绿城	动活动和线下活动。				
2014	东莞新世纪男篮					
	四川金强蓝鲸男篮& 成都市高新区篮球协会	创建首个地方网站四川雄起网,提供以金强蓝鲸俱乐部为主、四川本地全方面 的体育资讯。				

资料来源: 虎扑体育官网、中信证券研究部整理

表 3: 虎扑体育赛事活动管理

赛事类型	赛事名称
	2012年,361° "全民运动课"、达克宁散"街球之旅"
	2013年,中国健身达人大赛
	2013年,雪佛兰金领结足球超级联赛
大型商业赛事	2013年,世界篮球巡回嘉年华、5人制足球赛
	2014年, 梦想跑 (滁州站)
	2015年,特步大学生五人制足球赛
	2015年,与腾讯等主办"天生星主播"



赛事类型	
	2012年, 艾弗森"华丽之旅"世界明星篮球赛
) = = L P 17 L /2 /2	2013年,麦蒂"华丽之旅"世界明星篮球赛、欧文和斯科尔斯欧洲"星耀传奇"足球明星赛
运动员/队经纪	2013年,美国亚利桑那州立大学男子篮球中国行热身赛
	2014年,"荣耀米兰"2014传奇球星中国赛
	2011年,沃特"寻找下一个街头英雄"
	2012年,雪津啤酒-艾佛森"结义之旅"、安踏"加内特中国行"
(h	2012 年, 青岛啤酒"全民星周末"、Nike"篮球攻会"、雪碧"炫灵感之夜"球迷活动、adidas "我的篮球态度"
线下活动	2013年,KG 中国行、海耶斯中国行
	2014年,虎扑米兰元老见面会、麦蒂见面会
	2014 年,篮球嘉年华、青少年麦蒂亲训营、雪佛兰为你而战球迷助威活动、能量球场周末踢球活动、毕业季•足球不说再见

资料来源: 虎扑体育官网、中信证券研究部整理

用户粘性极高且具有巨大的变现潜力

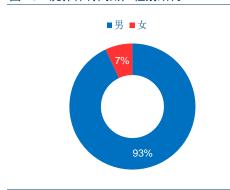
虎扑体育聚焦体育垂直领域,形成了"90%以上男性、20-29岁(80后和90后)、本科以上、学生为主"的独特用户群体,粘性极高且具有巨大的变现潜力。

图 9: 虎扑体育用户年龄结构

19岁及以下 20-29岁 30-39岁 40-49岁 6% 50岁以上 4% 0% 20% 40% 60%

资料来源: 百度指数,中信证券研究部

图 10: 虎扑体育网用户性别结构



资料来源: 百度指数,中信证券研究部

调查发现,参加体育锻炼的人群以男性居多,年龄集中在 21-30 岁,占 34.4%。在消费结构上,67.8%的青少年会在体育运动上进行物质消费,其中 59.7%用于购买运动器材,31%用于购买体育杂志,9.3%用于其他消费,比如观看赛事、运动场馆费用等。

80 后是大学扩招的一代,是伴随网络和游戏长大的一代,如今的80 后已经进入职业发展阶段,有一定比例的娱乐消费能力。90 后虽没有较为充裕的工作收入来源,但成长在"4+2+1"的模式下,父母的财政支持放大了消费空间,因此90 后群体在体育产业中具有巨大的消费潜力。

在消费方式上,年轻男性更擅长使用互联/移动互联方式,因此体育产业的线上线下变现方式都十分重要。艾瑞咨询数据显示,男性比女性更多地使用方便快捷的移动支付。



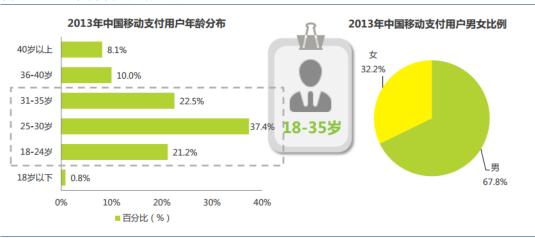


图 11: 2013 年中国移动支付用户分析

资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

目前仍以广告收入为主,预计未来变现潜力巨大

目前,虎扑体育的主要变现方式和收入来源是品牌广告和赛事营销,其中品牌广告收入 占比过半。虽然已经逐渐发展出赛事运营、游戏、彩票、电商等收入来源,但相较其丰富的 流量资源,虎扑体育的变现方式和变现规模仍有很大潜力。

2012 年 9 月,公司涉足华语游戏发行运营业务,努力打造集渠道、运营、发行、IP 分销、媒体于一体的体育游戏综合服务平台。目前,公司拥有自主研发网游产品《虎扑世界》,独立代理《天天篮球》、《中超足球》等游戏,联合营运《范特西篮球经理》、《冠军足球》、《樱木来了》等游戏。2012 年 6 月,虎扑体育推出男性运动用导购平台"虎扑识货"。2014 年,虎扑识货实现营业收入 1000 万元左右,占虎扑体育总收入约 8%,其中"双十一"单日销售额破 5000 万元。另外,互联网彩票销售也是虎扑体育的变现方式之一。

表 4: 虎扑体育游戏业务

	类型	商业模式	游戏举例
5	联合运营	先收取一定的通道费,与游戏开发商分成,具 体比例取决于游戏品质和开发商资质	范特西篮球经理、封神无敌 2、范特西篮球 2、 冠军足球、篮球传奇、海贼王
网页 游戏	独立代理	向游戏开发商支付独家代理费,与游戏开发商 分成,具体比例取决于游戏品质和开发商资质	天天篮球、宅梦篮球、中超足球、欧冠足球 2
	自主开发	自主开发费用高,自负盈亏	虎扑世界
手机游	戏	通过游戏论坛等方式推广游戏	足球梦之队、绝杀 2014、全民大灌篮、萌卡篮球

资料来源:中信证券研究部整理

表 5: 虎扑体育电商业务

利润来源	盈利模式	举例	盈利情况
个人导购提成	提供发布平台和客户资源	个人海外代购、微电商	收入抽成
电商平台导流分成	导购分流	为淘宝、亚马逊等分流。	收入抽成
广告推广	置顶和推荐店铺	网上商家	广告收费, 按点击量收费
团购收益	提供客户资源	线下实体体育用品店或者厂家	收入抽成
商业合作	利用平台提供推广宣传服务	企业或者 B2C 商家	量身定制,收费不等

资料来源:中信证券研究部整理



以虎扑流量入口为基础,全方位打造产业变现平台

未来体育产业内容丰富和政策放开是大势所趋。根据《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》规划,到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元,而 2012 年我国体育产业总规模为 9500 亿元左右。因此,预计未来十年我国体育产业将有 4 万亿左右的新增空间。

通过此次对外投资,贵人鸟有望成功牵手虎扑体育,成为公司体育产业战略的首次实质性推进,更是其整个战略布局中的最核心环节。未来,预计公司将以虎扑体育的流量入口为基础,打造全方位的体育产业变现平台。

贵人鸟定位为产业资源的整合者

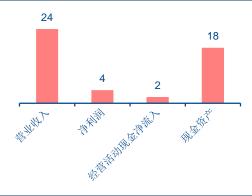
公司具备体育产业资源整合能力

贵人鸟于 2014 年三季报正式提出:将以国务院发布的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》为契机,充分借助上市公司平台进一步加强对体育产业横向整合力度,构建以体育服饰用品制造为基础,多种体育形态协调发展的体育产业化集团。我们认为公司具备以下核心能力推动其提出的产业布局。

公司从 1997 年开始进行运动鞋生产和销售业务,从 2002 年开始运营"贵人鸟"品牌,从事运动鞋服行业超过 16 年。2013 年,公司营业收入和净利润规模分别为 24.06 亿元和 4.23 亿元。公司拥有 5500 家左右终端零售网点,拥有较多体育产业资源、行业运作经验以及相当数量的体育用户。目前,体育产业资源更多掌握在一二线市场,而公司鞋服主业主要集中于三四线市场,未来公司料将借助平台将品牌与体育理念渗透到一二线市场,实现一二线市场与三四线市场的打通。

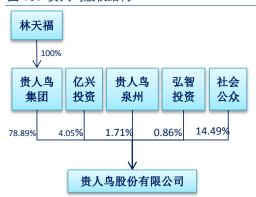
2014年1月24日,公司实现A股上市,募集资金净额8.82亿元。2014年12月1日,公司发行公司债,募集资金净额8亿元。截至目前,公司拥有货币资金约15.6亿元(三季报披露公司拥有货币资金10亿元,同时考虑8亿元公司债发行,并扣除此次投资2.4亿元),公司市值113亿元,实际控制人林天福先生拥有公司78.89%股权。同时,公司是A股唯一的大众运动鞋服个股,有资金实力和平台优势展开产业布局。

图 12: 贵人鸟重要财务数据(单位:亿元)



资料来源:公司公告,中信证券研究部 注:现金资产为目前估算值,其余三项为2013年年报

图 13: 贵人鸟股权结构



资料来源:公司公告,中信证券研究部

公司具有产业长远眼光,且具备较强执行能力。2014年10月20日国务院引发《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》后,公司在10月28日公告的三季报中就提出



整合体育资源的战略构想,并在接下来不到两个月时间内,先后公告拟与中欧盛世公司合资成立贵欧投资有限公司及与"虎扑体育"展开股权及战略深入合作。

图 14: 贵人鸟体育产业战略推进执行能力强



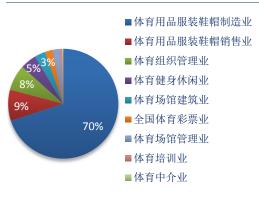
资料来源:中信证券研究部整理

全方位打造产业变现平台

入股虎扑体育,贵人鸟获得了优质的体育流量入口资源,因此我们预计,未来公司的重点布局方向将是具有成熟盈利模式的体育商业节点。公司与虎扑体育共同搭建的产业基金,望借助双方资源布局和储备潜在的产业资源,形成长效的互动平台,全方位推动公司的产业布局和变现平台打造。未来,虎扑体育料将为其他有成熟盈利模式的体育资源提供用户流量基础和数据支持。

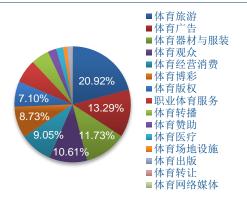
目前,我国赛事内容及相关、传播与普及发展十分滞后,只有衍生品中的体育用品服装领域发展成熟、占整个体育产业 70%-80%。未来随着体育产业的不断发展,我国体育产业结构将逐渐多元化,向美国等体育产业发达国家靠拢(以 1999 年的美国为例,其体育器材与服装占比仅为 11.73%,其他多种变现方式支撑体育产业发展)。

图 15: 我国体育产业增加值细分结构(2008N)



资料来源:国家体育总局,中信证券研究部

图 16: 美国体育产业产值细分结构(1999N)



资料来源:美国体育产业结构研究,中信证券研究部

未来,我国体育产业各环节的商业模式将趋于丰富和成熟。其中,赛事内容及相关、传播与普及两部分是体育产业的核心,能够实现体育内容的生产和体育消费者的聚集;在此基础上,体育产业各环节参与企业通过多种形式实现内容和流量的变现,如门票、鞋服用品、器械装备、彩票、电子竞技、转播收入、赞助收入、培训费&会员费等。同时,随着互联/移动互联快速发展,消费者能够全渠道(线下、传统媒体、PC端、移动端、智能穿戴等)参与体育并形成消费,线下变现方式和线上变现方式都十分重要。未来,公司料将围绕体育产业,以虎扑流量为基础上不断整合变现资源,全面推进体育战略发展。



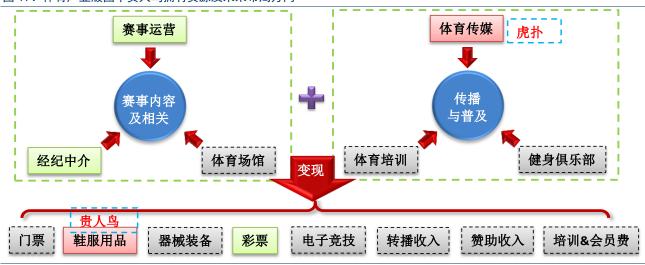


图 17: 体育产业版图中贵人鸟拥有资源及未来布局方向

资料来源:中信证券研究部整理

注:红色为已布局,绿色为部分布局、仍待完善,灰色为仍待布局

判断公司运动鞋服业务 2015 年将迎来拐点

运动鞋服行业:景气回升趋势明确,中长期增长望提速

经历两年多的调整后,2013 年下半年企业库存压力逐步改善、订货增速平稳上升、同店增长企稳,行业增速触底。如龙头安踏2014年Q1和Q2两季订货均实现高单位数增长,止住了2012年二季度以来的跌势;并且同店增长也由2012年的个位数下滑回升至持平。

2014 年一季度行业初显复苏迹象,二、三季度景气向上趋势基本明朗。判断行业景气上行的依据在于企业订货和同店增长的逐季改善。首先,各运动服企业 2014-2015Q2 订货增速普遍呈现环比回升态势,其中龙头安踏体育 2014Q1-Q3 及 2014Q4-2015Q2 的六个季度订货增速均实现了高个位数及低双位数增长。特步国际订货增速从 2014Q1 高个位数下滑恢复至 2015Q2 的低个位数增长。匹克体育 2014Q4-2015Q2 订货会连续实现中双位数增长(10%-20%)。

其次,运动服企业同店增长也有明显改善。其中安踏 2014Q2、Q3 同店增长达 13%和 8%,较前几个季度有明显提升。特步国际 2014Q2-Q3 同店销售实现 5%增长,加盟渠道库存逐步恢复至更健康水平。361 度 2014Q2/Q3 同店销售增长分别达 2.8%/4.7%,而 2013年同期仅为-0.8%/0%。匹克体育 2014Q2/Q3 同店销售也由前期持平升至低个位数增长。

展望 2014 全年,运动服行业终端销售、渠道库存均望持续改善,行业景气向上趋势比较明确,企业通过提升产品竞争力、优化终端及强化自身零售管理能力等将望逐步走出业绩低谷。

图 18: 2010-2015Q2 安踏、特步、361 度季度 订货增速



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

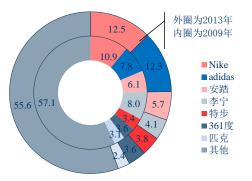
图 19: 2013Q1-2014Q3 安踏、特步、361 度季度同店增长



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

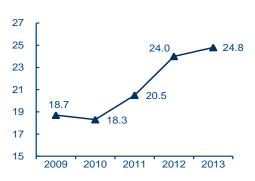
行业格局变化中,国外的两大体育用品巨头"耐克"和"阿迪达斯"竞争优势非常明显,两品牌市占率合计从 2009 年 18.7%提升至 2013 年的 24.8%。相比之下,内资品牌龙头慢慢形成,格局日渐清晰。从 2007-2013 年国内运动品牌市占率变化的数据看,安踏、361度、特步、匹克等品牌市占率均相对较为稳定,而早年的行业龙头李宁的市占率已经减少一半。

图 20: 2009、2013 年中国运动鞋服市场结构



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

图 21: 2009-13 年我国耐克和阿迪市占率合计%



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

2015 年公司有望迎经营拐点

公司调整晚于行业,专注经营管理转型

行业景气下滑背景下,公司也于 2013 年步入调整,但时间较同类企业晚约一年左右时间。2013 年及 2014 年前三季度公司收入增速分别同比下滑 15.7%和 20.8%,净利润分别同比下滑 19.8%和 23%。预计 2014 全年业绩同比降幅也将达 20%左右。导致业绩下滑的直接原因主要包括公司终端渠道调整和渠道去库存,使得加盟商订货减少、收入下滑等。

与此同时,2013-2014年公司还从多方面进行了经营管理的转变与完善。

调整和关闭不盈利店铺,提升店铺质量。2013 年,公司新开店 567 家、关店 407 家,店铺调整比例达 7%+。2014 年前三季度,门店净减少达百家。预计未来仍有部分渠道需要调整,希望达到 80%以上店铺盈利的理想状态。



专注零售管理转型。即从关注加盟商拿货向关注终端销售情况转变,通过深入参与加盟商营销、终端管控和存货处理等环节,帮助加盟商加快调整的节奏、提升终端店效。

转变营销方式。进一步强调品牌精准定位,倡导"运动快乐"的品牌主张,并加大对三四线城市的广告投放力度。投放方式上,减少电视媒体广告投放,聚焦终端、产品销售推广宣传力度。

提升设计能力。目前公司拥有意大利设计师,并与韩国设计师有业务合作。同时,公司 还在与其他知名设计师商谈合作。

逐步拓展线上渠道。公司于 2014 年设立电子商务中心,授权福建经销商进行线上业务布局,公司帮助其协调与其他加盟商之间的货品调配。目前线上销售仍以清理库存为主,预计未来会逐步推出电商专供款。预计 2014 年公司线上销售规模 5000 万元左右。

运营已现好转, 2015 年望迎来拐点

经过两年左右的调整和完善,截至目前公司运营情况已有明显好转,库存压力明显缓解、终端折扣稳步回升、同店销售恢复正增长、订货增速逐季回升等。具体来说:

库存压力缓解。至 2014 年四季度,公司加盟商库存清理已较为彻底,绝大多数加盟商存货均处于良性状态,预计至 2015 年 4 月份渠道存货有望清理完毕。

终端折扣率上升。2013年公司线下终端销售折扣率平均为5折左右,至2014年四季度终端销售折扣率已回升至6折以上。

同店恢复正增长。公司终端出现复苏迹象始于 2013 年四季度,至 2014 年三季度公司 终端同店增速平均超过 8%,恢复正增长。

订货会实现正增长。公司 2014 年秋季订单相较上年同期已经逐步企稳并略有上涨,至 2015 年春夏订货同比实现 9%左右正增长,显示加盟商订货意愿正稳步回升。公司订货占实际销售比重超过 90%,对收入有较强指导意义。

结合运动鞋服行业复苏趋势,公司店铺质量提升、加盟商存货消化及终端盈利能力增强 等因素,我们判断公司 2015 年将大概率迎来运营拐点。

风险提示

- 1. 后续战略布局存有不确定性:
- 2. 运动鞋服运营低于预期;
- 3. 多方资源整合后的协同效应。



盈利预测与估值评级

盈利预测

表 6: 公司直营渠道假设

	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
直营店数量	1	4	4	4	5	7	12
新增直营店数	-	3	0	0	1	2	5
直营店增幅	-	300%	0%	0%	25%	40%	71%
面积 (m ²)	250	1000	1000	1000	1000	3200	4500
面积增幅	-	300%	0%	0%	0%	220%	41%
平效 (元/ m ²)	15,256	10,260	12,499	13,124	10,499	10,499	11,549
平均单店面积	250	250	250	250	200	457	375
平均单店面积增幅	-	0%	0%	0%	-20%	129%	-18%
单店销售额 (万元)	381	410	357	328	210	480	433
单店销售额增幅	-	7.60%	-13.01%	-8.10%	-36.00%	128.57%	-9.77%
直营收入汇总 (万元)	381	1026	1250	1312	1050	3360	5197
直营收入增幅	-	168.99%	21.83%	5.00%	-20.00%	220.00%	54.69%

资料来源:公司公告,中信证券研究部预测

表 7: 公司加盟渠道假设

	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
加盟店数量	4026	5063	5396	5466	5316	5246	5266
新增加盟店数	-	1037	333	70	-150	-70	20
加盟店增幅	-	26%	7%	1%	-3%	-1%	0%
面积 (m ²)	281,837	375,594	403,622	409,362	397,062	391,182	392,862
面积增幅	-	33.27%	7.46%	1.42%	-3.00%	-1.48%	0.43%
平效(元/ m ²)	5,431	7,024	7,043	5,846	4,969	5,118	5,425
平均单店面积	70	74	75	75	75	75	75
平均单店面积增幅	-	5.97%	0.83%	0.12%	-0.27%	-0.17%	0.05%
单店销售额 (万元)	52	58	54	44	37	38	41
单店销售额增幅	-	11.33%	-6.37%	-18.93%	-16.94%	3.59%	6.96%
加盟收入汇总 (万元)	153,079	263,825	284,263	239,294	197,288	200,197	213,121
加盟收入增幅	-	72.35%	7.75%	-15.82%	-17.55%	1.47%	6.46%

资料来源:公司公告,中信证券研究部预测

综合假设, 我们预计公司 2014-2016 年运动鞋服主业净利润分别为 3.07 亿、3.41 亿、 3.95 亿元。考虑到本次投资短期对业绩无影响,维持 2014/15/16 年 EPS0.50/0.56/0.64 元 预测。

表 8: 公司盈利预测及估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2855	2406	1983	2035	2183
增长率 YoY%	7.8	-15.7	-17.6	2.6	7.3
净利润(百万元)	528	423	307	341	395
增长率 YoY%	29.5	-19.8	-27.6	11.3	15.9
每股收益 EPS(全面摊薄)(元)	0.86	0.69	0.50	0.56	0.64
毛利率%	40.7	40.6	40.0	40.4	40.8
净资产收益率 ROE%	41.0	32.1	12.5	12.7	13.3
PE	21	27	37	33	29
РВ	8.8	8.6	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	14	17	24	23	20

资料来源: Wind,中信证券研究部预测 注: 股价为 2014 年 1 月 19 日收盘价



估值与评级

公司本次投资是其布局体育产业布局的实质开始、且是最核心的一环,后续有望充分利用虎扑的流量/数据/资源,并借助资本市场平台,全方位布局体育产业并打造变现平台。目前,A股市场体育产业标的稀缺,体育产业相关标的的平均估值为 2015 年 PE73 倍。考虑到公司后续变现平台对接可能带来的业绩增厚、以及战略推进所带来催化因素,给予公司 2015 年 40-45 倍 PE,上调目标价至 22.5-25 元,公司现价 18.37 元,上调评级至"买入"。

表 9: 体育产业可比公司估值

股价 EPS(元/股)				元/股)	PE					
公司石协	(元)	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
中体产业	18.39	0.16	0.18	0.21	0.25	114.9	102.2	87.6	73.6	
信隆实业	7.5	0.02	0.04	0.14	0.33	375.0	187.5	53.6	22.7	
雷曼光电	54.6	0.13	0.31	0.71	0.96	420.0	176.1	76.9	56.9	
	平均	0.2	0.3	0.4	0.6	161.6	155.3	72.7	51.1	

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2014 年 1 月 19 日收盘价,各家公司 EPS 均为 wind 一致

预期



(百万元)

2013 2014E 2015E

利润表				(百	万元)
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,855	2,406	1,983	2,035	2,183
营业成本	1,693	1,428	1,190	1,213	1,292
毛利率	40.70%	40.64%	40.00%	40.40%	40.80%
营业税金及附加	21	21	20	20	22
营业费用	363	235	198	195	207
营业费用率	12.71%	9.78%	10.00%	9.60%	9.50%
管理费用	120	122	159	163	157
管理费用率	4.20%	5.07%	8.00%	8.00%	7.20%
财务费用	45	46	17	3	-6
财务费用率	1.59%	1.92%	0.87%	0.17%	-0.28%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	600	522	385	427	499
营业利润率	21.01%	21.72%	19.41%	20.98%	22.87%
营业外收入	28	53	29	43	28
营业外支出	1	9	5	15	0
利润总额	627	567	409	455	527
所得税	99	144	102	114	132
所得税率	15.78%	25.32%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东 的净利润	528	423	307	341	395
净利率	18.49%	17.60%	15.47%	16.77%	18.11%
每股收益(元)(摊薄)	0.86	0.69	0.50	0.56	0.64

货币资金	616	515	1,864	1,441	1,301
存货	159	107	91	104	123
应收账款	862	1,369	1,158	1,257	1,383
其他流动资产	259	106	107	192	205
流动资产	1,897	2,097	3,219	2,994	3,012
固定资产	521	495	873	1,117	1,076
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	58	64	64	64	64
其他长期资产	65	99	99	131	164
非流动资产	645	658	1,036	1,312	1,303
资产总计	2,541	2,755	4,255	4,306	4,316
短期借款	578	782	500	300	0
应付账款	540	560	381	388	414
其他流动负债	135	95	117	122	129
流动负债	1,253	1,437	998	810	543
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	800	800	800
非流动性负债	0	0	800	800	800
负债合计	1,253	1,437	1,798	1,610	1,343
股本	525	525	614	614	614
资本公积	46	46	881	881	881
股东权益合计	1,288	1,318	2,457	2,696	2,973
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	2,541	2,755	4,255	4,306	4,316
主西财友长 坛					

2012

现金流量表				(百	万元)
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	528	423	307	341	395
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	36	44	46	67	68
营运资金变动	-144	-339	75	-200	-139
其他	48	73	11	18	7
经营现金流	468	202	439	227	332
资本支出	-55	-55	-423	-344	-59
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资现金流	-55	-54	-423	-344	-59
发行股票	0	0	925	0	0
负债变化	123	204	518	-200	-300
股息支出	-195	-441	-92	-102	-119
其他	-1	0	-17	-3	6
融资现金流	-73	-237	1,333	-306	-412
现金净净增加额	340	-89	1,349	-423	-140

主要财务指标

资产负债表

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	7.8	-15.7	-17.6	2.6	7.3
营业利润	25.8	-12.9	-26.3	10.9	16.9
净利润	29.5	-19.8	-27.6	11.3	15.9
利润率(%)					
毛利率	40.7	40.6	40.0	40.4	40.8
EBIT Margin	23.0	24.9	21.0	21.8	23.1
EBITDA Margin	24.3	26.7	23.3	25.1	26.2
净利率	18.5	17.6	15.5	16.8	18.1
回报率(%)					
净资产收益率	41.0	32.1	12.5	12.7	13.3
总资产收益率	20.8	16.0	8.8	8.0	9.2
其他(%)					
资产负债率	49.3	52.2	42.3	37.4	31.1
所得税率	15.8	25.3	25.0	25.0	25.0
股利支付率	74.6	55.8	30.0	30.0	30.0

资料来源:中信数量化投资分析系统



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明: (i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法; (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评		买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上;
级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现,也即:以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上;
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上;
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间;
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构(仅就本研究报告免责条款而言,不含 CLSA group of companies),统称为"中信证券"。

法律主体声明

中国: 本研究报告在中华人民共和国(香港、澳门、台湾除外)由中信证券股份有限公司(受中国证券监督管理委员会监管,经营证券业务许可证编号: Z20374000)分发。

新加坡:本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited(下称"CLSA Singapore")分发,并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的"机构投资者、认可投资者及专业投资者"提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于"认可投资者或专业投资者",请注意,CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求:(1)适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定;(2)适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定;以及(3)适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国:根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可,中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡: 监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得,详细内容请查看 https://www.clsa.com/disclosures/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况,不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息,请联系 compliance_hk@clsa.com.

美国:本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券(CITIC Securities International USA, LLC(下称"CSI-USA")除外)和 CLSA group of companies(CLSA Americas, LLC(下称"CLSA Americas")除外)仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的"主要美国机构投资者"分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国:本段"英国"声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件,它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写,亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK)发布,该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年(金融推介)令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士,且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验,请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密,只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约,或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析,本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断,可以在不发出通知的情况下做出更改,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定,但是,分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议,中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为(前述金融机构之客户)因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权,任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。