

纺织服装

2016年12月19日

贵人鸟 (603555)

——拟收购知名健身品牌威尔士，布局健身产业生态圈

报告原因：有信息公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2016年12月16日

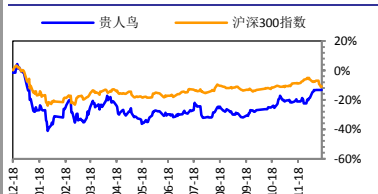
收盘价（元）	30.76
一年内最高/最低（元）	37.98/20.64
市净率	8.3
息率（分红/股价）	1.46
流通A股市值（百万元）	3503
上证指数/深证成指	3122.98 / 10334.76

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产（元）	3.73
资产负债率%	61.60
总股本/流通A股（百万）	629/114
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《全民健身，进击中的“身材经济”——健身服务行业深度报告》 2016/11/16

《贵人鸟（603555）点评：不断打造体育产业化集团，积极关注定增与解禁催化》 2016/10/24

证券分析师

秦聪 A0230515110001
qincong@swsresearch.com
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

王一博 A0230116070007
wangyb@swsresearch.com

联系人

王一博
(8621)23297818×7419
wangyb@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- **事件：公司公告拟收购威廉健身 100%股权，已和交易对方签署了相关框架协议，构成重大资产重组。**威廉健身主要营收来源于提供休闲健身服务，拥有知名健身俱乐部品牌威尔士（WILL'S）。公司股票自 16 年 12 月 12 日起停牌不超过 30 日。
- **健身行业近年来发展方兴未艾，行业空间大且集中度低，发展模式日新月异。**1) 随国家政策推动全民健身，大众消费升级推动对健康与形体的重视，以及社交媒体发展带来健身风尚，健身服务行业正迎来黄金发展期。我国健身服务行业市场容量保守估计约 300 亿，15 年市场规模增长 14%，健身俱乐部数量增长 20%，近年来呈加速趋势。对比海外健身人口与渗透率，未来成长空间很足。2) 我国健身市场非常分散，前十大连锁品牌占比仅 16.4%，大品牌俱乐部也仅 100 多家，未来品牌化与连锁化预计是趋势。3) 行业盈利模式目前主要依靠销售会籍与私教，行业正从零售业向服务业升级，新模式健身房不断涌现，线上健身 APP 也多维度探索变现。
- **威尔士是深耕多年的上海本地品牌龙头，未来借助资本推力有望加速发展。**1) 根据公开信息，威尔士 1996 年成立于上海，直营模式为主，目前在全国范围内有超过 115 家直营健身俱乐部，分布在上海、北京、浙江、江苏、辽宁等地，会员数量超过 50 万，累计服务超 200 万会员。未来借助资本市场优势有望加速发展。2) 威尔士选址方面以 CBD 与高档社区为主，并拥有 Kyoga、MONSTER 等子品牌，健身设备、课程体系及管理系统在业内一流。3) 15 年威尔士与国际运动品牌 UA 达成战略合作，UA 成为独家装备赞助商。威尔士还在天猫等平台有官方旗舰店。
- **贵人鸟不断打造体育产业化集团，收购健身服务龙头有望增厚业绩并产生良好协同。**1) 公司从体育服饰用品品牌商不断延伸至体育产业化集团，16 年来布局主要与用品主业相关，通过收购与代理方式获取优质线上线下渠道及海外品牌。2) 健身行业景气度向上且证券化率很低，此次拟收购行业领军品牌威尔士，在增厚业绩的同时，向健身服务业延伸打开新的市场空间，且与公司已有的布局，包括体育用品销售及线上健身 APP 等产生良好协同。动域资本 15 年已投资多个互联网+与新型健身项目，包括超级猩猩、火辣健身、青橙科技等，已积累起线上流量与业内知名度。公司有望打造线上线下协同发展的健身生态圈，充分享受朝阳行业发展红利。
- **公司在体育产业布局执行力强且不断有利润落地，健身领域收购具备稀缺性，关注明年解禁等催化，维持增持评级。**公司夯实供应链建设的 4 亿元定增已完成，增发价格为 27.15 元。总额 9520 万元、1:1 杠杆、成本价 22.48 元的员工持股已在 9 月解锁，另外 17 年 1 月大股东 IPO 解禁。由于定增完成，而威尔士收购尚未完成暂不考虑业绩影响，我们相应调整盈利预测，预计 16-18 年 EPS 为 0.53/0.67/0.80 元（原预测为 0.54/0.69/0.82 元），PE 为 58/46/38 倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,969	1,378	2,216	3,754	4,385
同比增长率（%）	2.57	-1.68	12.54	69.40	16.81
净利润（百万元）	332	178	333	424	501
同比增长率（%）	6.28	-12.93	0.35	27.33	18.16
每股收益（元/股）	0.54	0.29	0.53	0.67	0.80
毛利率（%）	45.2	42.0	42.1	37.5	37.5
ROE（%）	13.9	7.8	12.3	13.5	13.8
市盈率	57		58	46	38

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

表 1: 威尔士发展历程一览

时间	威尔士发展大事记
1996	在上海建立国内第一家高端健身会所
2007	入驻金茂大厦、正大广场等沪上商业综合体，确立在国内高端健身领域的领先地位，同年在国内率先引进新西兰莱美系统及诺德士 Nautilus 健身系统，成为国内最专业的健身会所，获摩登上海口碑大奖
2008	获 2000 万美金风险投资，成为国内最具投资价值的健身会所，重新定义国内高档健身会所的标准，全国拓展至 23 家直营会所，会员超过 10 万，国内十大健身会所中排名第一
2009	独家签约阿迪达斯，共同打造最高品质健身会所。同年首次以集团高端品牌 W-fitness 进驻龙之梦，并与工商银行联合发行威尔士工商银行联名信用卡，成为国内唯一与金融系统建立战略合作伙伴的健身会所
2010	全国直营健身会所达到 28 家，会员超过 22 万。重新规划全国战略部署，同年被评选为国内最专业的健身会所
2011	全国新建会所规划超过 10 家
2012	全国门店超过 33 家。W-yoga&fitness 上海环球金融中心试运营。11 月天猫商城正式上线，开启行业 O2O 全新模式
2013	截至 13 年 6 月 1 日，全国拥有超过 40 家直营健身会所，会员超过 25 万人
2014	Will's 健身趋势系统上线。截至 14 年 6 月 1 日，全国拥有超过 50 家直营健身会所，会员超过 30 万人
2015	与 Under Armour 达成多线战略合作关系。倾力打造集团高端品牌 MONSTER、Kyoga、Zuper。全国拥有超过 60 家直营健身会所
2016	行业领先过百家健身会所，目前超过 115 家

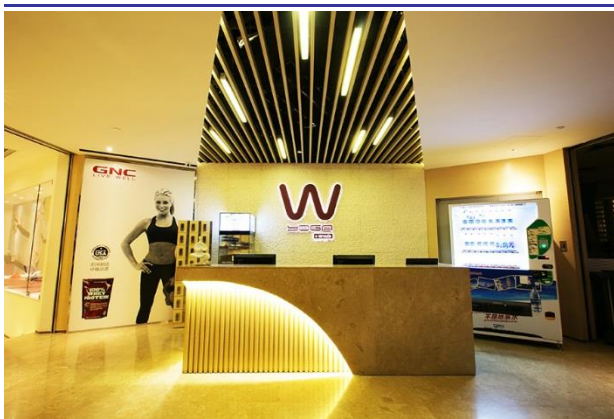
资料来源：威尔士官网，申万宏源研究

图 1: 威尔士上海正大店展示



资料来源：威尔士官网，申万宏源研究

图 2: 威尔士上海环球金融店展示



资料来源：威尔士官网，申万宏源研究

图 3: 威尔士俱乐部数量持续增长

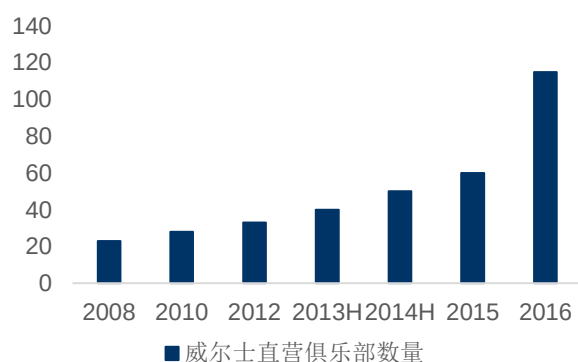
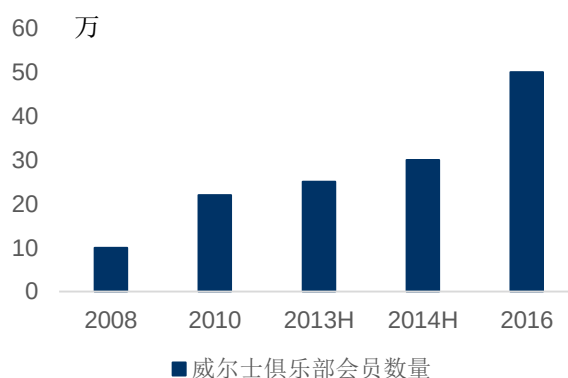


图 4: 威尔士会员数量持续增长



资料来源：威尔士官网，申万宏源研究

资料来源：威尔士官网，申万宏源研究

表 2：威尔士直营俱乐部区域分布

省份及直辖市	数量
上海	上海 95 家店
北京	北京 4 家店
浙江	杭州 3 家店
江苏	南京 1 家店，苏州 2 家店
湖北	武汉 1 家店
辽宁	大连 4 家店
重庆	重庆 3 家店
四川	成都 2 家店

资料来源：威尔士官网，申万宏源研究

图 5：威尔士上海正大店课程表一览

正大店课程表

GROUP FITNESS TIMETABLE

12月 Dec

时间 TIME	星期一 MONDAY	星期二 TUESDAY	星期三 WEDNESDAY	星期四 THURSDAY	星期五 FRIDAY	时间 TIME	星期六 SATURDAY	星期日 SUNDAY
教室名称								
12:00 AM - 13:00 PM	LES MILLS BODYCOMBAT Kage Liu	ZUMBA FINEST Alan Liu	LES MILLS BODYCOMBAT Wency Tam	LES MILLS BODYJAM Joe Zhang	LES MILLS BODYPUMP Derrick Wang			
17:45 PM - 18:30 PM	LES MILLS BODYPUMP Derrick Wang					13:30 PM - 14:30 PM	ZUMBA FINEST Henry Yan	
18:35 PM - 19:35 PM	肚皮舞 BELLY DANCE Glory Guo	ZUMBA FINEST David Lu	LES MILLS BODYCOMBAT Ju Pu	LES MILLS BODYJAM Cherie Xu	LES MILLS BODYPUMP Lex Li	14:40 PM - 15:40 PM	LES MILLS BODYPUMP Sabrina Cheng	
19:40 PM - 20:40 PM	Jazz 爵士 Glory Guo	LES MILLS BODYPUMP Roy Huang	LES MILLS BODYPUMP Ju Pu	LES MILLS BODYCOMBAT Ben Ding				

常温瑜伽教室 YOGA STUDIO								
11:00 AM - 12:00 AM		阴瑜伽 YIN YOGA Sanjeev		流瑜伽 FLOW YOGA Lan Zhang				
12:10 PM - 13:10 PM	流瑜伽 FLOW YOGA Laney Xu		基础瑜伽 BASICS YOGA Viriya Xiao		哈达瑜伽 HATHA YOGA Chris Teng	10:30 AM - 12:00 AM	阿斯汤加 ASTANGA Raj 90'	
18:10 PM - 19:10 PM	基础瑜伽 BASICS YOGA Alan Wang				哈达瑜伽 HATHA YOGA Diana Liu	12:15 PM - 13:15 PM		阴瑜伽 YIN YOGA Leo Liu
18:30 PM - 19:30 PM		LES MILLS BODYBALANCE Roy Huang		垫上普拉提 MAT PILATES Rae Zheng		13:15 PM - 14:15 PM		流瑜伽 FLOW YOGA Belly Lan
19:20 PM - 20:20 PM	流瑜伽 FLOW YOGA Alan Wang		哈达瑜伽 HATHA YOGA Babu Ozang			15:45 PM - 16:45 PM	LES MILLS BODYBALANCE Sabrina Cheng	
19:40 PM - 20:40 PM					LES MILLS BODYBALANCE Lex Li			

热瑜伽教室 HOT YOGA STUDIO									
11:00 AM - 12:00 AM	 热排毒 HOT DETOX T Laney Xu		 热流瑜伽 HOT FLOW I Viriya Xiao		 热流瑜伽 HOT FLOW I Chris Teng				
12:10 PM - 13:10 PM		 热伸展 HOT STRETCH M Sanjeev		 热伸展 HOT STRETCH M Lan Zhang			11:00 AM - 12:00 AM	 热流瑜伽 HOT FLOW I Leo Liu	
18:10 PM - 19:10 PM		 热排毒 HOT DETOX T Aubrey Wu	 热流瑜伽 HOT FLOW I Babu Ogunyng	 热纤体 HOT FIT M Raj			12:15 PM - 13:15 PM	 热纤体 HOT FIT M Raj	
18:30 PM - 19:30 PM	 热排毒 HOT DETOX T Chris Teng						13:15 PM - 14:15 PM		
19:20 PM - 20:20 PM		 热伸展 HOT STRETCH M Aubrey Wu		 热流瑜伽 HOT FLOW I Raj	 热伸展 HOT STRETCH I Diana Liu		14:30 PM - 15:30 PM	 热流瑜伽 HOT FLOW I Kelly Lan	 热伸展 HOT STRETCH I Kelly Lan
19:40 PM - 20:40 PM	 热流瑜伽 HOT FLOW I Chris Teng								

资料来源：威尔士官网，申万宏源研究

表 3：威尔士私教课程一览

私人课程	特点
壶铃训练课程	进行壶铃训练时，可以做各种推、举、提、抛和蹲跳等练习，能够有效提高整体的爆发力，是一种全能通用型的训练。
MMA 笼中竞技	会所特别的格斗铁笼，配备到“天生好斗”的你，让你在释放内心的狂野激情、摆脱束缚，让烦恼和压力暂时走开；由专业教练指导，再释放体能的同时激发身体潜力。
W-Boxing 课程	泰拳素以凶狠、雄劲、惊险而著称，被人们称为“八条腿运动”，这种拳术没有套路，完全着眼于实战技术的组合运用，特别是擅长腿击、肘击和膝击，除对手裆部外，要向其身体任何部位发起进攻，攻击力之猛锐，足令对手非死即伤。
W-POSTURE 拉伸课程	拉伸训练是柔韧性训练重要组成部分。拉伸是一种重要而有效的训练方法，可以让特定身体部位的肌肉及其相关的软组织、韧带、肌腱、筋膜、皮肤等处于延展状态。从而改善身体状态。
Pole Dance 钢管舞课程	利用钢管为道具，综合爵士舞、现代舞、民族舞、芭蕾舞、瑜伽、肚皮舞、拉丁舞等各种不同风格舞种，又集合杂技、艺术体操、健身类别的运动，展现性感的同时训练你的核心力量以及柔韧度。让你拥有体操运动员般的控制力和肌耐力。
TRX 悬吊课程	TRX 是 Total Resistance Exercise 的缩写，即“全身抗阻力锻炼”，又称为“悬吊训练系统”。TRX 可以帮助训练者完成几乎全身肌肉的训练，提高力量、柔韧性和核心稳定性。TRX 训练系统包括 TRX 悬吊训练设备和 TRX 训练棒、训练课程和培训教育。
ViPR 训练课程	ViPR 课程把力量训练与移动训练结合，创造出了与众不同的功能性训练，同时也引进了健身训练的新理念——负载运动健身。

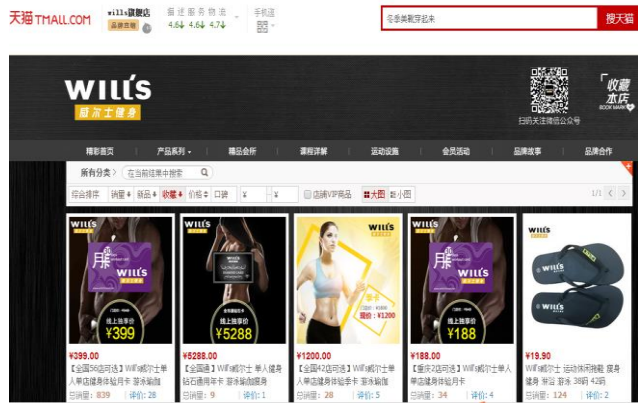
资料来源：威尔士官网，申万宏源研究

图 6：威尔士与 UA 达成战略合作

图 7：威尔士天猫旗舰店展示



资料来源：威尔士官网，申万宏源研究



资料来源：天猫，申万宏源研究

表 4：贵人鸟旗下动域资本已投资的健身相关项目一览

健身相关项目	动域资本投资情况	项目概况
超级猩猩	Pre-A 轮 1000 万元	是一家健身服务品牌，提供微信/APP 自助预约健身、7*24 小时营业，无需时刻值守，全智能运作。超级猩猩将分布式智能运动空间、零售制消费模式和云端私教服务三者有机结合，打造智能健身服务
火辣健身	参与 A 轮 6000 万元	是一款健身教学+社交的移动健身产品。目标用户是对健身感兴趣的年轻群体，致力于为用户提供健身视频学习、记录训练状态
青橙科技	参与 A 轮 2000 万元	是一家专注于为健身行业提供全面的互联网解决方案的服务商，目前其产品主要有健身房预约管理系统、健身会议、培训报名管理系统和健身教练助手等
初炼	参与 Pre-A 轮 3000 万元	定位在以教练为切入点进入健身市场的移动 APP，专注于为用户提供不同运动的陪练和教练服务，涵盖游泳、羽毛球、健身、瑜伽、跑步等多个细分领域，可以提供私人定制服务
教练宝	A 轮 1000 万元	是一款为教练量身研发的教学辅助工具，用户为国内的青少年，以辅助教练日常教学需求，帮助教练管理教学课程和学员训练进程。例如帮助教练记录联系方式、所属班级、点名签到、上课记录等信息
OneFit	天使轮	明星教练陈蕴所创立，是中国成立最早的纯美式训练工作室，打造专业的教练培训学院。目标用户为健身爱好者、健身从业者、专业运动员
海克力斯	A 轮千万元	致力于为不同人群提供不同的运动与营养解决方案，营养代餐解决方案以及康复营养解决方案

资料来源：网络公开资料，亿欧网，产业链调研，申万宏源研究

表 5：贵人鸟利润表预测

利润表								
	2012	2013	2014	2015	2016 前 3Q	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	2,855	2,406	1,920	1,969	1,378	2,216	3,754	4,385
二、营业总成本	2,256	1,883	1,549	1,595	1,150	1,800	3,170	3,674
其中：营业成本	1,693	1,428	1,132	1,079	799	1,283	2,346	2,743
营业税金及附加	21	21	15	17	11	19	32	38
销售费用	363	235	193	203	78	133	244	307
管理费用	120	122	145	150	115	173	300	351
财务费用	45	46	51	96	90	133	188	175
资产减值损失	13	30	12	50	56	60	60	60
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	4	5	7	7	7
三、营业利润	600	522	372	377	234	422	591	719
加：营业外收入	28	53	47	72	5	35	50	50
减：营业外支出	1	9	1	3	1	1	1	1
四、利润总额	627	567	418	446	238	456	640	768
减：所得税	99	144	105	114	60	116	164	197
五、净利润	528	423	312	332	178	340	477	571
少数股东损益	0	0	0	0	0	7	53	71
归属于母公司所有者的净利润	528	423	312	332	178	333	424	501
六、基本每股收益	1.01	0.81	0.51	0.54	0.29	0.53	0.67	0.80
全面摊薄每股收益	0.86	0.69	0.51	0.54	0.29	0.53	0.67	0.80

资料来源：Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。