



纺织服装业

首次覆盖

评级: 增持

2016.02.03

纺织服装行业转型新行业之“体育篇”

——百变霓裳，不是“皇帝的新装”（二）

	吕明（分析师）	汲肖飞（研究助理）
	0755-23976166	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006

细分行业评级

纺织业	增持
服装业	增持

本报告导读:

在政策大力支持、大众体育需求上升、互联网新媒体蓬勃发展的趋势下，体育产业将迎来增长的黄金十年。我们看好其广阔的市场空间，转型体育的纺服企业将持续受益。

摘要:

- **首次覆盖体育行业，给予“增持”评级。**我们认为在政策大力支持、大众体育需求上升、互联网新媒体蓬勃发展的条件下，未来体育行业将迎来增长的黄金十年，根据体育国家战略规划，2025年产业规模将达到5万亿以上。我们看好体育行业增长前景，给予行业“增持”评级。行业重点推荐标的：贵人鸟、浔兴股份、探路者、三夫户外。
- **我们认为2016-2025年体育产业将迎来快速增长的黄金十年，预计CAGR达15%-20%。**因为：1)宏观上体育成为国家级发展战略，政策护航，明确提出5万亿以上发展目标；2)微观上大众体育运动需求与收入水平不断上升支撑产业快速发展；3)互联网深入渗透与新媒体的快速崛起对体育产业市场化进程加速起到催化剂作用；4)各类基金、资本投资体育产业进程加速，促进体育全产业链飞速发展。
- **未来体育服务以赛为媒，打开两万亿市场空间，CAGR高达32.29%。**1)体育产业主要分为体育服务和体育用品，我国目前体育服务仅占20%，发展潜力巨大。2)赛事IP是体育产业的核心，“46号文”政策松绑，明确提出放开转播权限制。3)新媒体崛起打破传统垄断，体育赛事IP价值市场化进程加速。4)国内赛事运营与俱乐部运营积极学习国际成熟运作模式，尤其是CBA改革加快其商业化进程，极大地推进了体育服务产业发展。
- **体育用品延续稳定增长，专业化逐渐成为趋势，户外运动快速发展。**1)2014年后复苏态势显露，受益于全民体育消费升级，预计未来体育用品达1.5万亿规模。2)消费升级与技术发展带来体育用品专业化趋势。3)户外用品子行业受益于专业化趋势与大众生活方式转变，处于快速增长期。预计2020年规模达近420亿元。4)诸如探路者、三夫户外等体育用品公司着力打造户外生态圈有望超市场预期。
- **核心推荐：贵人鸟、浔兴股份、探路者、三夫户外。**建议增持卡位体育用户流量入口，预计2016年变现流量超市场预期的贵人鸟，目标价40.00元；建议增持随CBA商业化进程或加速俱乐部盈利注入转型的浔兴股份，目标价15.00元；建议增持打造户外生态圈战略落地的探路者，目标价25.00元；建议增持受益户外用品集中度提升的三夫户外，目标价90.90元。
- **风险提示：经济增速大幅下滑、政策落实不及预期、行业竞争加剧等。**

重点覆盖公司列表

代码	公司名称	评级
603555	贵人鸟	增持
002098	浔兴股份	增持
300005	探路者	增持
002780	三夫户外	增持
002486	嘉麟杰	谨慎增持

相关报告

《百变霓裳，不是“皇帝的新装”（一）——纺织服装转型新行业系列之小市值公司投资机会》2016.01.08

目 录

1. 我国体育产业方兴未艾，蓄势待发.....	5
1.1. 我国体育产业尚处于初级阶段.....	5
1.2. 体育产业发展与发达国家仍有差距，潜力巨大.....	6
1.2.1. 体育产业占 GDP 比重与成熟市场存在较大差距.....	6
1.2.2. 体育产业结构尚不成熟，体育服务业潜力巨大.....	7
1.3. 政策护航，预计体育产业未来进入快速增长期.....	7
2. 体育服务：以赛为媒，两万亿市场空间.....	8
2.1. 产业结构亟待升级，体育服务业前景广阔.....	8
2.2. 赛事需求旺盛与新媒体崛起推动 IP 市场化进程快速发展.....	10
2.2.1. 赛事 IP 处于产业链核心，未来顶级联赛发展空间巨大....	10
2.2.2. 赛事需求旺盛推动体育赛事市场化进程加快.....	11
2.2.3. 新媒体崛起打破传统垄断，快速推高体育赛事 IP 价值....	12
2.3. 国内赛事运营、俱乐部运营业务前景广阔.....	14
2.3.1. 国际体育赛事运营模式已基本成熟.....	14
2.3.2. CBA 联赛积极改革，商业化进程不断加速.....	15
2.3.3. CBA 联赛改革，俱乐部未来收入前景看好.....	18
2.4. 体育服务推荐标的：贵人鸟、浔兴股份.....	19
2.4.1. 贵人鸟：主业寒冬已过，2016 年项目落地年值得期待....	19
2.4.2. 浔兴股份：或受益于 CBA 商业化进程加速.....	20
3. 体育用品：专业化成为趋势，户外运动快速发展.....	21
3.1. 体育用品行业延续稳定增长，专业化将成为趋势.....	21
3.1.1. 体育用品延续稳定增长，受益全民体育消费升级.....	21
3.1.2. 体育需求增强与消费升级导致专业化将成为趋势.....	22
3.2. 专业化户外运动用品行业快速发展，成为产业亮点.....	24
3.2.1. 户外用品行业延续高速增长.....	24
3.2.2. 我国户外市场尚不成熟，未来空间广阔.....	24
3.2.3. 消费能力提升趋势推动户外产业蓬勃发展.....	26
3.3. 体育及户外用品推荐标的：探路者、三夫户外.....	28
3.3.1. 探路者：“三体”协同发展，展望“合一”效应.....	28
3.3.2. 三夫户外：户外运动领跑者，扬帆起航勇闯天涯.....	28
3.3.3. 嘉麟杰：从高端户外供应商向自营品牌升级.....	29
4. 投资建议.....	30
5. 风险提示.....	30

图表目录

图 1: 我国体育事业逐渐转化成体育产业.....	5
图 2: 目前我国体育产业处于萌芽期.....	5
图 3: 体育产业增加值 CAGR 高达 20%以上.....	5
图 4: 我国体育产业增加值占 GDP 比重不断上升.....	5
图 5: 我国经常参加体育锻炼人口比例不断上升.....	6
图 6: 我国 20-69 岁人群健身运动比例不断上升.....	6
图 7: 我国体育产业发展水平低于其他主要发达国家.....	6
图 8: 体育产业主要由体育用品和体育服务组成.....	7
图 9: 与美国相比, 我国体育服务产业规模小.....	7
图 10: 美国体育大众健身与观赏业占比接近 6 成.....	7
图 11: 我国体育用品、服装鞋帽占比高达近 8 成.....	7
图 12: 体育产业链分为上、中、下游.....	9
图 13: 大众体育需求呈现多样化.....	9
图 14: 预计 2025 年体育服务业市场规模将超过两万亿.....	10
图 15: 2013 年顶级赛事收入规模与国外差距较大.....	10
图 16: 中超赞助收入占赛事收入比例达 72%.....	10
图 17: 中超 12 年场均上座人数持续上升.....	11
图 18: 2015 年中超场均上座率位列世界第六.....	11
图 19: 2015 年马拉松赛事数量突破百场.....	11
图 20: 2015 年马拉松参与人数预计 150 万.....	11
图 21: 中超创造 2016 年-2020 年 80 亿“天价”版权.....	12
图 22: 新媒体龙头已布局国内外赛事转播权.....	13
图 23: “互联网+体育”格局下虎扑体育布局全产业链.....	13
图 24: 新媒体收入模式多元, 盈利能力强.....	14
图 25: 成熟的体育赛事运营模式.....	15
图 26: 中国男篮职业联赛尝试了不同的发展模式.....	15
图 27: CBA 将商业开发权完全授予盈方中国.....	16
图 28: CBA 联赛赞助商数量稳步增长.....	17
图 29: 收看 CBA 的观众数增长明显.....	17
图 30: CBA 收入主要来源于赞助商.....	17
图 31: 2012-13 赛季 CBA 俱乐部仅有 5 家盈利.....	18
图 32: CBA 俱乐部收入主要依赖联赛分成.....	18
图 33: NBA 联盟的商业运作模式.....	19
图 34: 2014 年运动鞋服增速逐渐企稳, 走出低谷.....	22
图 35: 预计 2019 年超过两千亿, 5 年 CAGR 8.3%.....	22
图 36: 对于体育的关注人数逐年增多.....	22
图 37: 对跑步关注度逐年增多.....	22
图 38: 我国人均 GDP 快速增长.....	23
图 39: 居民运动方式趋于专业化.....	23
图 40: 安踏推出五大科技跑鞋.....	23
图 41: 李宁首发智能足球.....	23
图 42: 我国户外用品销售额高速增长.....	24
图 43: 我国境内户外品牌数量增长较快.....	24

图 44: 我国户外用品零售额占 GDP 比重逐渐提高	25
图 45: 各国户外用品零售额占 GDP 比重中国较低	25
图 46: 预计户外用品行业 2020 年规模将达近 420 亿元	26
图 47: 美国户外用品销售额与户外相关领域消费对比	26
图 48: 我国城镇居民人均可支配收入不断提升	27
图 49: 户外运动可按参与门槛分为两类	27
表 1: 我国近期体育政策一览	8
表 2: 运动 APP 功能多样化	23
表 3: 2012 年各国户外用品市场对比	25
表 4: 主要推荐公司的盈利预测、目标价及评级	30

表: 行业内重点覆盖公司

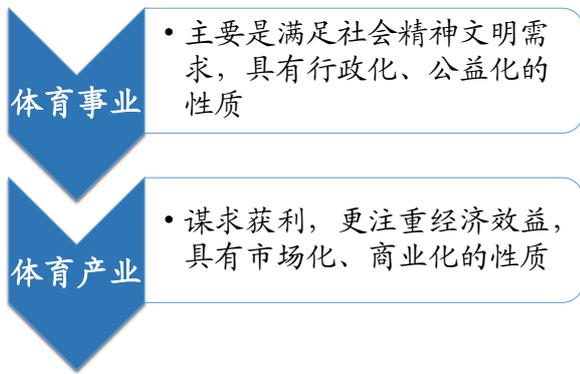
公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价	
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E			
贵人鸟	603555	2016.02.02	22.68	0.51	0.54	0.63	45.84	42.85	36.89	增持	40.00
浔兴股份	002098	2016.02.02	9.96	0.22	0.23	0.27	45.60	43.48	36.76	增持	15.00
探路者	300005	2016.02.02	16.13	0.57	0.52	0.70	29.95	33.26	24.35	增持	25.00
三夫户外	002780	2016.02.02	78.22	0.42	0.48	0.54	188.17	163.77	145.58	增持	90.90
嘉麟杰	002486	2016.02.02	4.39	0.03	-0.12	0.00	132.19	-38.05	913.12	谨慎增持	4.80

1. 我国体育产业方兴未艾，蓄势待发

1.1. 我国体育产业尚处于初级阶段

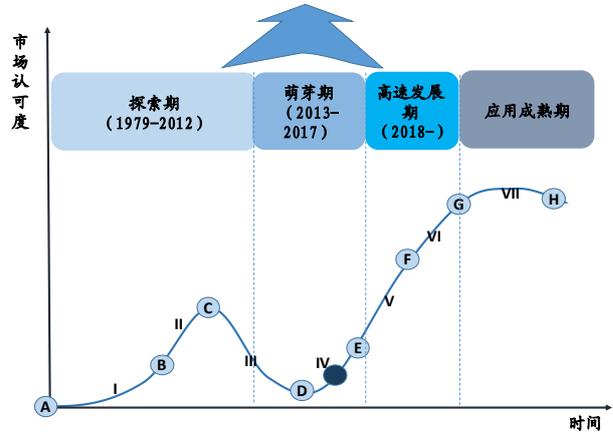
我国是体育产业大国，但体育产业尚处于初级阶段。体育产业是指为社会提供体育产品的同一类经济活动的集合以及同类经济部门的综合。目前我国是体育事业大国，过去大力发展的体育竞技事业主要是满足社会精神文明需求，具有行政化、公益化的性质。而体育产业从狭义上讲，其重要目的则是谋求获利，更注重经济效益，具有市场化、商业化的性质。改革开放以来，随着人均收入水平的快速提升，体育事业逐渐向体育产业转化，经过 30 多年的探索期，我国体育产业目前处于初级阶段。

图 1: 我国体育事业逐渐转化成体育产业



数据来源：国泰君安证券研究

图 2: 目前我国体育产业处于萌芽期



数据来源：易观智库，国泰君安证券研究

体育产业近年来自上而下保持快速增长。我国的体育产业化虽处于初级萌芽阶段，但近年来保持较为快速的增长速度，我们预计这种趋势将会进一步加速。

- 宏观来看，体育产业增加值 8 年 CAGR 高达 20% 以上。据国家体育总局统计，2013 年全国体育及相关产业总规模突破万亿元大关，达到 10,913 亿元，实现增加值 3,564 亿元，占当年 GDP 的 0.63%，同比增长 13.6%，2006-2013 年复合增长率达 20.2%，明显高于同期 GDP 增长的速度。我们根据《体育产业“十二五”规划》预计 2015 年体育产业增加值约 4,872.24 亿元，占 GDP 的 0.72%。

图 3: 体育产业增加值 CAGR 高达 20% 以上



图 4: 我国体育产业增加值占 GDP 比重不断上升

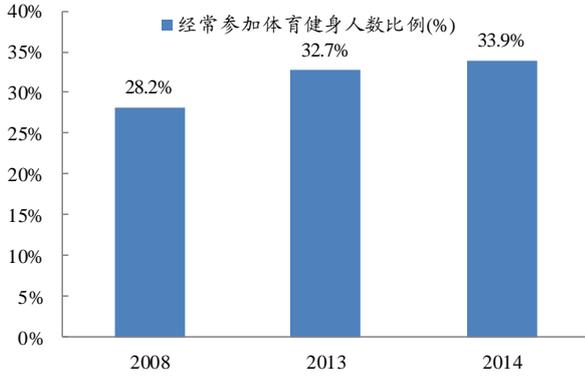


数据来源：国家体育总局，中商情报网，国泰君安证券研究

数据来源：国家体育总局，中商情报网，国泰君安证券研究

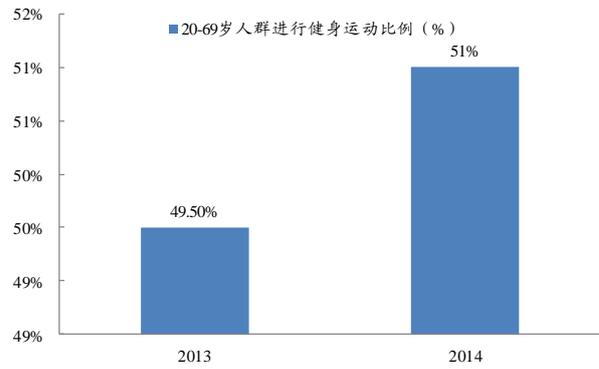
- **微观来看，我国经常参加体育锻炼人口和健身比例不断上升。**截至2014年底，全国经常参加体育锻炼的人数比例达到33.9%，超过国务院印发的《全民健身计划（2011-2015年）》中32%的预定目标，比2008年提高5.7PCT。另外一项由国家统计局2014年针对20-69岁人群组织的调研发现，有51%的人进行健身运动，比2013年提高1.5PCT。

图 5：我国经常参加体育锻炼人口比例不断上升



数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

图 6：我国 20-69 岁人群健身运动比例不断上升



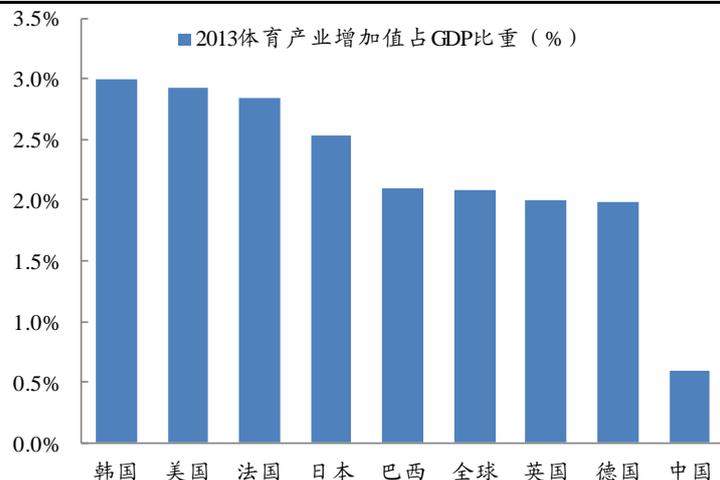
数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

1.2. 体育产业发展与发达国家仍有差距，潜力巨大

1.2.1. 体育产业占 GDP 比重与成熟市场存在较大差距

虽然我国体育产业增加值的比重持续提高，但与体育产业较为成熟的国家相比，仍有较大差距。国际上，体育产业最发达的国家，体育产业增加值大约占 GDP 的 1%-3%，目前美国的体育产业增加值约占 GDP 的 3%。美国 2012 年体育产业增加值就已经达到 4350 亿美元，占 GDP 比重为 2.69%，是汽车产业的 2 倍，影视产业的 7 倍。体育产业也是美国的十大产业之一，占有十分重要的地位。相比之下，中国体育产业占 GDP 比重仅为美国的 1/4，体育总产值为美国的 1/8，同其他体育产业较发达的国家，甚至世界平均水平相比也落后很多。

图 7：我国体育产业发展水平低于其他主要发达国家

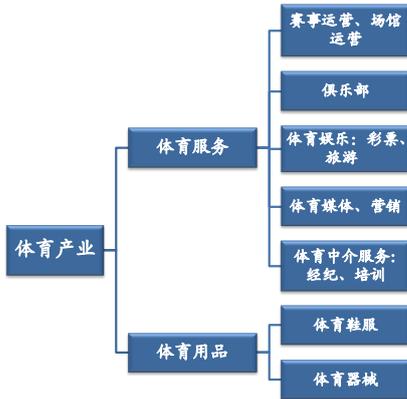


数据来源：Wind，易观国际，国泰君安证券研究

1.2.2. 体育产业结构尚不成熟，体育服务业潜力巨大

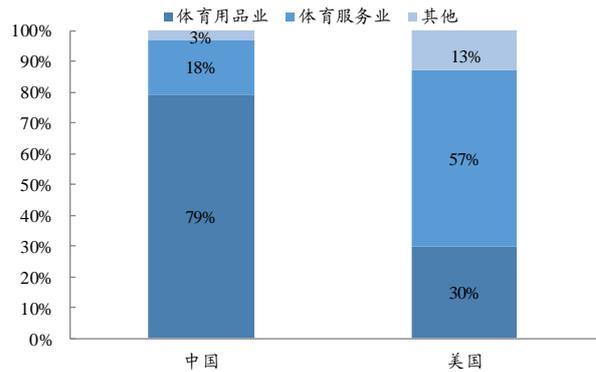
体育产业组成主要分为体育用品和体育服务两类。总体来说，体育产业主要分为两类，即体育用品和体育服务。其中体育用品主要分为、体育服饰用品及体育器械用品；体育服务分类较多，主要包括体育经纪、赛事运营、体育营销、媒体、俱乐部、场馆运营、体育娱乐等。

图 8：体育产业主要由体育用品和体育服务组成



数据来源：国泰君安证券研究

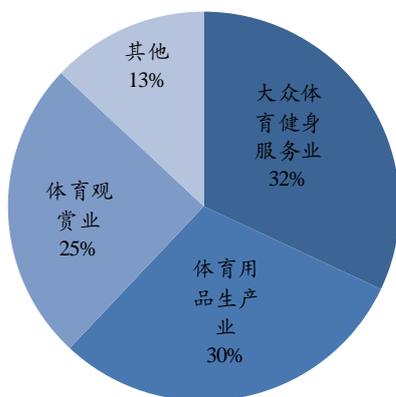
图 9：与美国相比，我国体育服务产业规模小



数据来源：《体育产业发展报告》，国泰君安证券研究

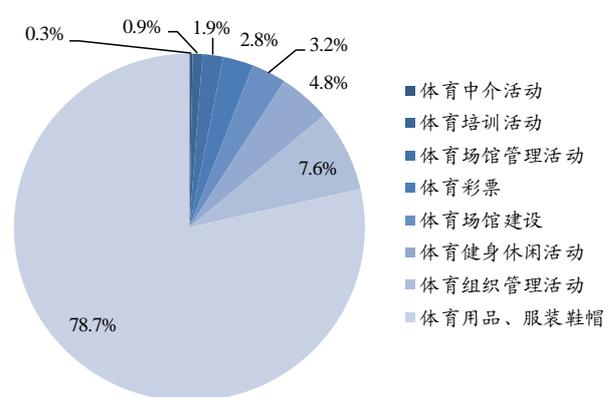
当前结构中体育服务业规模仅为 2 成，未来发展潜力巨大。目前我国体育产业结构中，高附加值的体育服务业规模仅为 22%，体育用品占比近 8 成；对比美国体育服务业占比约 70%。这主要由于以往我国体育产业中，公共体育事业长期占据主导地位，以夺取奖牌、获得国家荣誉为目的的专业竞技体育受到政府更多支持，而市场化程度低与政府监管严格导致需要高成本投入的职业体育和大众体育休闲健身业发展缓慢。同时，虽然我国体育产业暂处于结构失衡状态，但我们预计未来处于核心的体育服务业发展潜力巨大，将会支撑整个体育产业快速增长。

图 10：美国体育大众健身与观赏业占比接近 6 成



数据来源：Plunkett Research，国泰君安证券研究

图 11：我国体育用品、服装鞋帽占比高达近 8 成



数据来源：《体育产业发展报告》，国泰君安证券研究

1.3. 政策护航，预计体育产业未来进入快速增长期

政策护航，我国首次把促进体育产业发展作为国家战略。2014 年 10 月，国务院发布《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见

见》(简称“46号文”),这标志着我国体育产业新一轮的改革正式拉开帷幕。这是国家首次把促进体育产业发展作为国家战略。回顾“十二五规划”以来,体育产业成为国家政策洼地,多项政策密集出台扶持其快速发展。预计此次国家级体育战略将致力于提高体育经济增量,将其作为扩大国家就业、提升产业附加值、提高国家实力的重要工具。

表 1: 我国近期体育政策一览

时间	部门	政策名称	内容
2011年4月	国家体育总局	《体育事业“十二五”规划》	明确我国从体育大国向体育强国迈进的奋斗目标,为我国体育事业的发展指明了前进的方向。
2012年12月	国家体育总局	《“十二五”公共体育设施建设规划》	大力加强公共体育设施建设,不断满足人民群众日益增长的体育公共服务需求。
2014年9月	国务院	《部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身》	坚持改革创新,更多依靠市场力量,加快发展体育产业,促进体育消费,推动大众健身。
2014年10月	国务院	《国务院关于加快发展体育产业,促进体育消费的若干意见》	至2025年,体育产业市场规模达到5万亿元以上
2014年12月	国家体育总局	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革若干意见》	
2014年12月	国家体育总局	《体育总局关于印发全国性单项体育协会竞技体育重要赛事名录的通知》	
2014年12月	国家体育总局	《体育总局关于印发“在华举办国际赛事审批事项改革方案”的通知》	
2015年3月	国务院	《中国足球改革发展总体方案》	作为中国足球改革与发展的纲领性文件,指明了中国足球未来发展的方向和道路
2015年8月	国家体育总局	《中国足球协会调整改革方案》	中国足球协会与体育总局脱钩,中国足球协会调整改革工作取得阶段性进展。

资料来源:国家体育总局,国务院官网,国泰君安证券研究

政策明确提出体育产业战略发展目标,5万亿市场规模未来可期。“46号文”明确指出了我国体育产业发展的战略目标:到2025年,中国体育产业市场规模达到5万亿元以上。并指出取消商业性和群众性体育赛事活动审批,通过市场机制积极引入社会资本承办赛事,鼓励发展职业联盟,加快推进体育行业协会与行政机关脱钩,将适合由体育社会组织提供的公共服务和解决的事项交由体育社会组织承担等。各地方政府积极相应,推出配套政策,至2025年市场规模规划加总约7万亿。由于中央和地方政府政策大力保障和扶持,我们预计体育产业未来将进入快速增长期,10年CAGR达15%-20%。

2. 体育服务:以赛为媒,两万亿市场空间

2.1. 产业结构亟待升级,体育服务业前景广阔

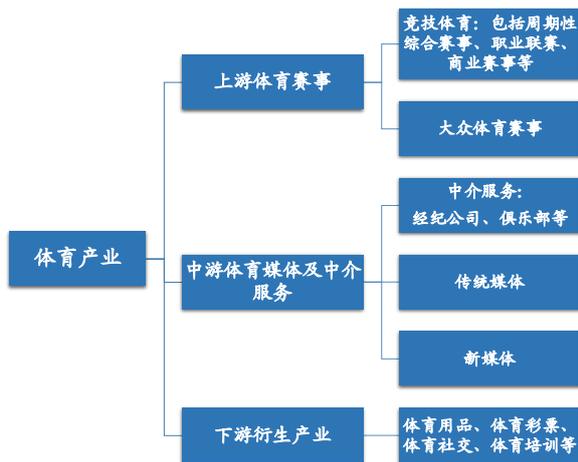
位于体育产业链上游内容端的体育赛事是体育产业的核心。体育服务业大致可分为体育赛事和媒体及中介服务,二者与衍生产业共同构成体育产业链上、中、下游。上游体育赛事由体育营销、赛事运营、场馆运营三大主要环节组成,为中游和下游提供内容产品,是体育产业的核心。中游由体育媒体及中介服务构成,在产业链条中起到催化与过渡作用。下游衍生产业包括体育用品与器械、体育彩票、体育社交

等，是体育产业的主要变现方式。各环节主要变现方式包括：企业赞助、转播权、门票收入和衍生品收入。

政策红利助力体育服务业发展，未来商业化程度将大幅提高。“46号文”提出简政放权的政策信号将促进上游体育赛事输出，对中游媒体传播和下游衍生产业提供支持，加速以体育服务业为主要发展方向的产业结构目前取消赛事审批只是体育服务行业发展过程中的冰山一角，我们预计政社分开、政企分开、管办分离，体育行业协会与行政机关脱钩将逐步实现，届时，体育服务业的商业化程度将大幅提高。

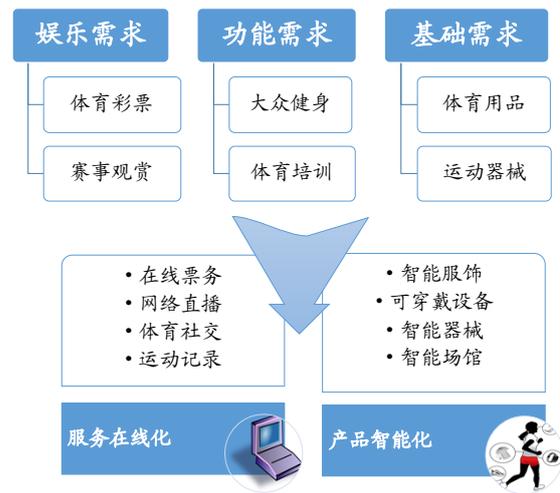
需求多元化推动产业链结构升级，未来大众健身及优质赛事资源发展空间巨大。我国体育市场用户需求呈现多元化的特点，不再局限于对体育用品及器械的基础需求，出现了赛事观赏的娱乐需求和健身的功能需求。随着互联网化进程加速，体育产品智能化发展，将会出现智能服饰、智能器械、智能场馆以及可穿戴设备等新需求，互联网+体育的新形式推动了在线票务、网络赛事直播、体育社交等体育在线服务市场的发展。我们认为，未来大众健身及优质赛事资源将快速发展。

图 12: 体育产业链分为上、中、下游



数据来源：国泰君安证券研究

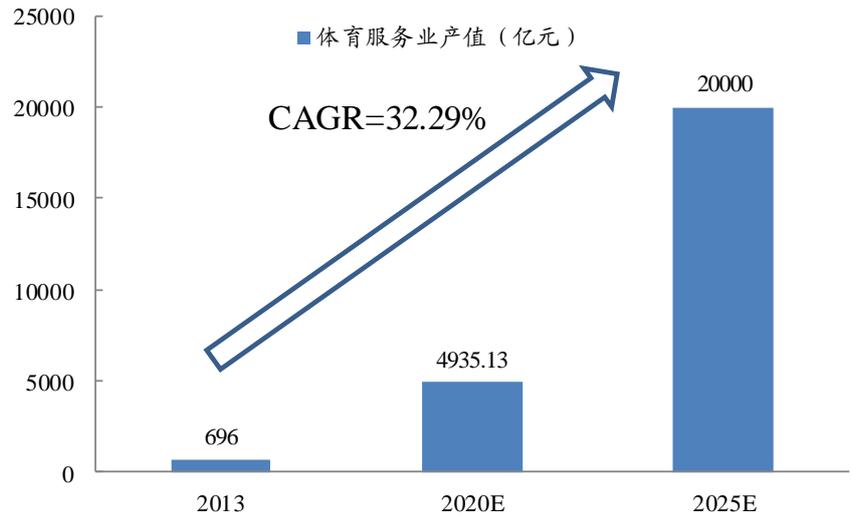
图 13: 大众体育需求呈现多样化



数据来源：国泰君安证券研究

预计 2025 年体育服务业市场规模将超过两万亿。据前瞻网调查，目前体育服务业产值仅有 696 亿元。鉴于宏观政策大力支持与微观需求快速发展，我们预测到 2025 年，中国体育服务业在整个体育产业中占比将达到 40%。至 2020 年，中国体育服务业产值达到 4935.13 亿元，到 2025 年，体育服务业产值达到 2 万亿元，CAGR 高达 32.29%。

图 14: 预计 2025 年体育服务业市场规模将超过两万亿



数据来源: 前瞻网, 国泰君安证券研究

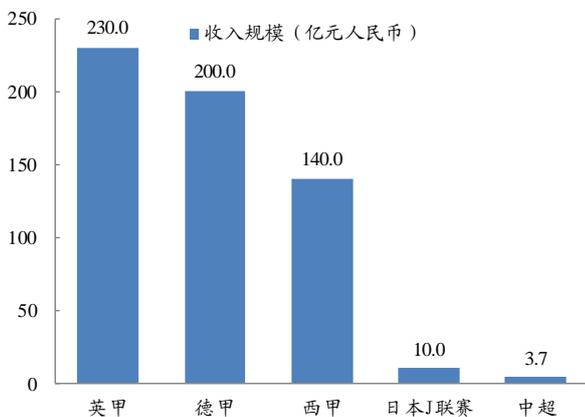
2.2. 赛事需求旺盛与新媒体崛起推动 IP 市场化进程快速发展

2.2.1. 赛事 IP 处于产业链核心, 未来顶级联赛发展空间巨大

赛事IP处于产业链核心, 商业价值高。目前, 国内体育赛事种类有限, 同时受限于行政管制, 举办周期较长, 优质的体育赛事IP稀缺。随着转播权政策放开, 对优质赛事转播权的竞争加速, 赛事IP的价值将得到显著提升。其中, 职业赛事影响力大, IP价值高, 收入渠道多元, 商业价值将优先得到提升。

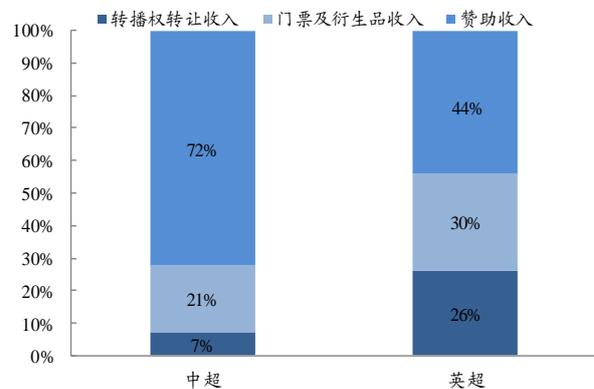
目前我国赛事收入规模小, 未来顶级联赛发展空间大。目前国际成熟的顶级联赛收入规模多在100亿以上, 收入主要依赖转播权收入, 占比约为赛事总收入的40%左右。我国上游赛事资源和中游媒体传播受限于政府垄断, 转播权价值被严重低估。目前我国顶级联赛尚处萌芽阶段, 赛事价值与收入构成均与国际顶级赛事存在较大差距。规模小意味着空间大, 随着政府放宽赛事转播权限制, 我们认为顶级联赛的含金量将进一步提高。

图 15: 2013 年顶级赛事收入规模与国外差距较大



数据来源: 国泰君安证券研究

图 16: 中超赞助收入占赛事收入比例达 72%



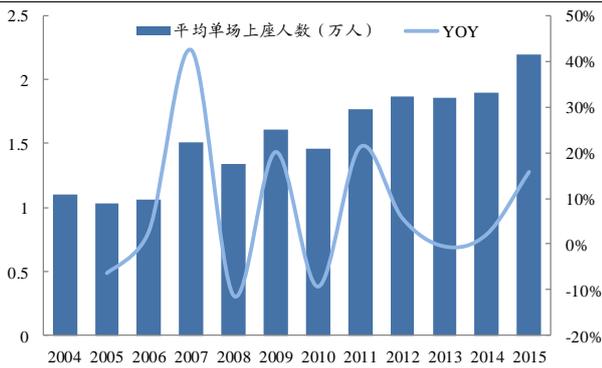
数据来源: 《体育产业发展报告》, 国泰君安证券研究

2.2.2. 赛事需求旺盛推动体育赛事市场化进程加快

职业体育和大众体育赛事需求旺盛，市场化进程加速。上游赛事资源可分为综合性体育赛事、大众体育赛事和职业体育赛事。近年受益于政策放松，审批流程简化，我国职业体育赛事成为增量市场，其赛事数量、参与人数、商家赞助金额等都在稳步上升，市场化进程加速。同时伴随全民健身的理念深入人心，居民对于大众体育赛事的参与需求近年来逐渐升温，以提升民众身体素质为目标的大众体育赛事将迎来黄金时代。

- **职业赛事影响力大，关注度持续增长。**目前国内最具社会影响力及经济效益的职业体育比赛类别是以足球、篮球为基础的球类联赛。国外联赛中，欧洲足球五大联赛以及 NBA 篮球赛事关注度较高。近年来我国频频举办重大体育赛事，2008 年的北京奥运会和 2010 年的广州亚运会催生了居民对体育赛事的热情，加之国内中超、CBA 等职业联赛的市场化运营表现抢眼，国内职业赛事关注度持续走高。根据中超发布的报告，2004-2015 年期间，中超场均上座人数持续上升，2015 赛季中，中超联赛以场均 22,580 人的历史最高场均上座率蝉联亚洲联赛上座率第一，位居世界第 6，超过了欧洲五大联赛之一的法甲联赛。

图 17: 中超 12 年场均上座人数持续上升



数据来源：《中超联赛商业价值报告》、国泰君安证券研究

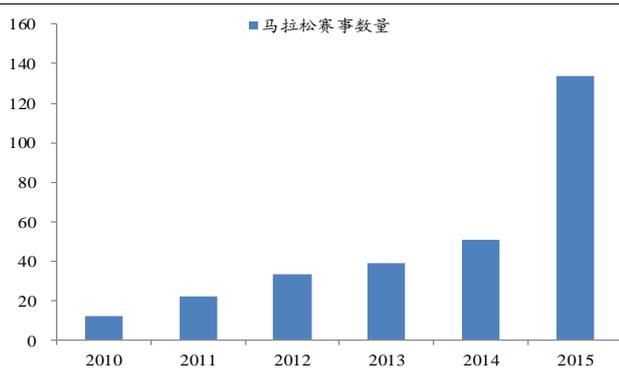
图 18: 2015 年中超场均上座率位列世界第六



数据来源：《中超联赛商业价值报告》、国泰君安证券研究

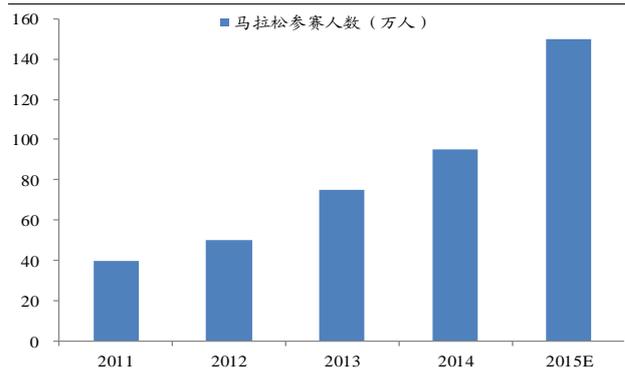
- **全民健身理念普及，大众赛事数量激增。**随着全民健身的理念普及，我国居民对于大众体育赛事的参与需求近年来逐渐升温。赛事数量、参赛人数呈现出井喷式增长的态势。其中，路跑、骑行等运动门槛较低，参与程度较高。以马拉松赛事为例，2015 年全国马拉松参赛人数达到 150 万，增幅超过 60%。

图 19: 2015 年马拉松赛事数量突破百场



数据来源：国家体育总局、国泰君安证券研究

图 20: 2015 年马拉松参与人数预计 150 万



数据来源：国家体育总局、国泰君安证券研究

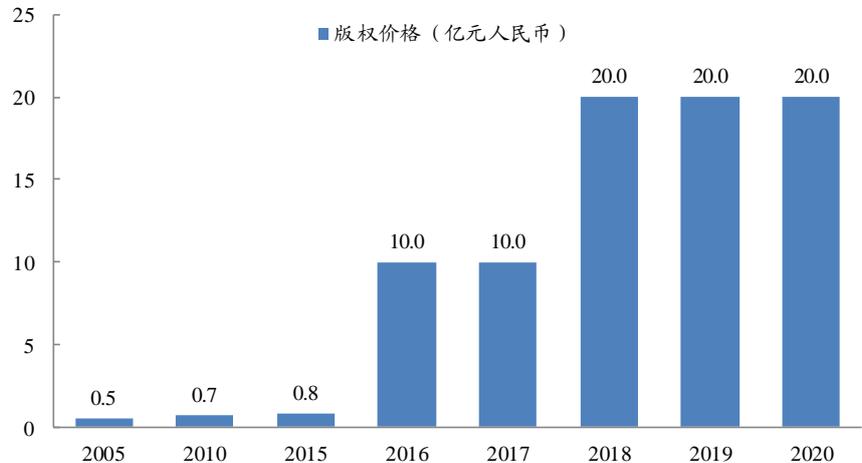
- **成本低、收入高，利润驱动大众赛事市场化运作。**广泛的群众基础使得大众赛事对赞助商具有较高的吸引力，目前国内一线城市的马拉松赛事赞助收入已经达到3,000万元。与此同时，大众赛事对于场地条件要求较低，也不需要支付高额的运动员费用，办赛成本较低。潜在的利润空间将会驱动更多赛事运营公司参与到大众赛事的商业化运作中。

2.2.3. 新媒体崛起打破传统垄断，快速推高体育赛事 IP 价值

政策松绑，转播权限制放开。过往我国重大体育赛事电视转播权由央视垄断，其他电视台不得直接购买，因此转播权长期处于被低估的状态。随着我国对体育产业的重视和体育改革的深入，IP市场化进程加快。国务院颁布的“46号文”中明确指出要放宽赛事转播权限制，除奥运会、亚运会、世界杯外的体育赛事，电视台可以直接购买或转让。政策释放的明确信号，加快了我国体育赛事转播权的市场化进程。

市场竞争格局下，转播权价值逐渐回归。赛事IP是体育产业的核心，拥有优质赛事IP的公司将享受体育产业发展的最新红利。政策开放后，面对稀缺的优质赛事IP，版权购买方竞争激烈，IP价格水涨船高。2015年9月，体奥动力与央视、五星体育、广东电视台共同参与竞标，以80亿元拿下中超五年版权，而此前中超版权价值不足1亿。中超“天价版权”代表着我国转播权价值回归，实现了从买方垄断到卖方市场的转变。

图 21: 中超创造 2016 年-2020 年 80 亿“天价”版权



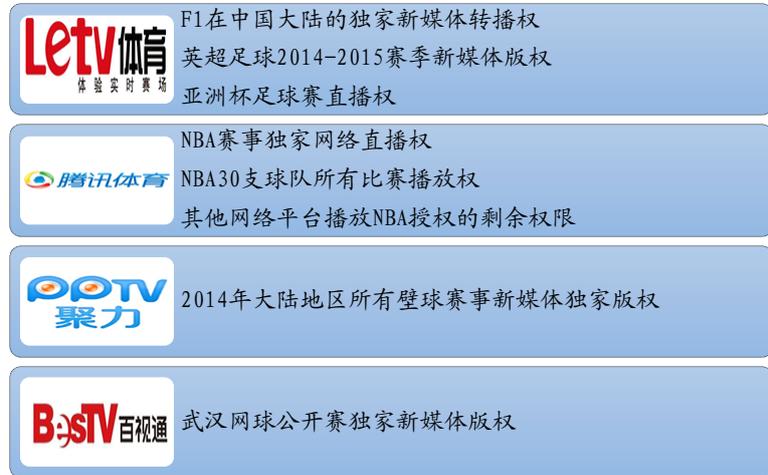
数据来源：《中超联赛商业价值报告》，国泰君安证券研究

新媒体崛起，加快体育赛事 IP 产业化进程。目前体育产业链中游媒体传播主要由以电视为代表的传统媒体和以 PC 端及移动端为媒介的新媒体组成。转播权政策开放后，我们认为新媒体行业在版权布局、内容整合和收入模式上具有领先优势，产业链中游当中拥有赛事资源、覆盖全产业链的新媒体龙头将优先受益。

- **新媒体布局赛事 IP 较早，龙头已拥有核心赛事的转播权。**赛事转播权政策开放前，传统媒体领域核心赛事资源集中在中央台，地方媒体受到中央台压制拥有的转播权较少。新媒体行业抓住时机，获得了大量国内外核心赛事的转播权。赛事转播权政策放开后，传统

媒体与新媒体共同参与转播权市场化竞争。传统媒体受限于盈利渠道单一，面对昂贵的版权价格，除央视外的地方媒体支付能力和意愿较弱。新媒体资本实力强，对转播权的支付能力和意愿更强，核心赛事更依赖于新媒体平台。现阶段新媒体行业龙头，如乐视体育、腾讯体育等已布局大量核心赛事资源，形成寡头垄断格局。

图 22: 新媒体龙头已布局国内外赛事转播权



数据来源：易观智库，国泰君安证券研究

- **新媒体以体育赛事为入口，打通全产业链商业价值。**传统媒体产业链单薄，内容单一定时定点，无法提供用户互动、特色定制等延伸业务。新媒体具有天然优势。用户可以通过弹幕、论坛等社交平台进行互动，平台能根据用户的特征行为对其准确定位，向用户输送关于赛事直播、赛后集锦、赛事讨论等内容，并在此基础上围绕核心用户群开展更多延伸业务，如体育电商、彩票、旅游等，实现流量变现。新媒体以体育赛事为入口，凭借积累的用户流量，向上游掌握更多赛事要素，在下游完成流量变现，打通全产业链商业价值。现阶段我国已形成新媒体布局的体育在线服务市场，诞生了乐视体育、虎扑体育等全产业链巨头。

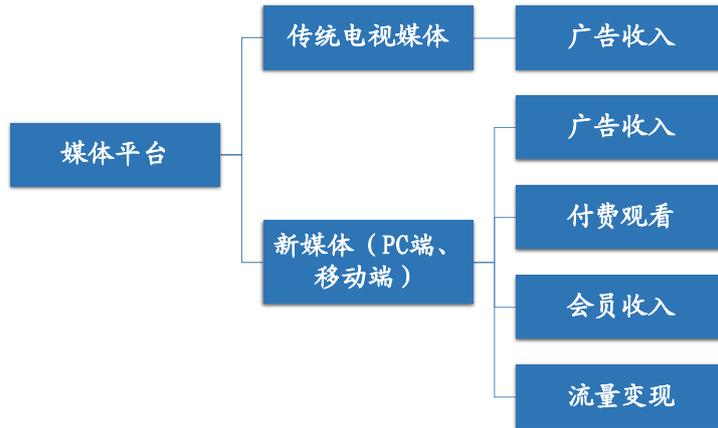
图 23: “互联网+体育”格局下虎扑体育布局全产业链



数据来源：易观智库，国泰君安证券研究

- **新媒体拥有广告收入+付费观看+会员收入+流量变现的多元收入模式。**传统电视媒体收入结构单一，广告收入占比超过 90%，盈利能力较差。新媒体收入模式多元，主要包括广告收入、部分付费观看、会员收入和流量变现等方式。目前广告收入仍是新媒体的主要收入。付费观看和会员收入近年来成为新媒体盈利来源之一，媒体平台通过收取费用为用户提供赛事资源，目前我国加大版权保护力度，未来发展可期。流量变现是目前新媒体发展空间最广的收入渠道。新媒体以体育赛事为入口吸引用户流量，通过将用户引流到体育用品、体育电商、体育游戏等衍生产业实现流量变现。

图 24: 新媒体收入模式多元，盈利能力强



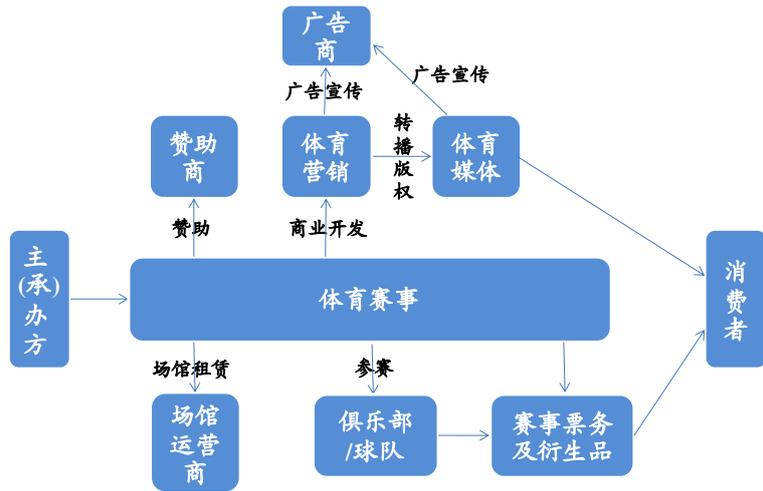
数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 国内赛事运营、俱乐部运营业务前景广阔

2.3.1. 国际体育赛事运营模式已基本成熟

目前国际上体育赛事已出现成熟的运营模式。从主办方到消费者，国际上体育赛事运营模式已基本成熟。其中赛事运营商对整体赛事资源进行统筹运作，包括商业开发、赞助、场馆运营、俱乐部、票务衍生品等。而整个体育赛事的收入来源主要有广告赞助、票务衍生品及转播版权费用。由于不同的体育赛事有不同受众对象及推广度，就有不同的商业价值和运营模式。我们以 CBA 为例，对比成熟体育赛事，研究其运营模式与发展路径。

图 25: 成熟的体育赛事运营模式



数据来源: 国泰君安证券研究

2.3.2. CBA 联赛积极改革，商业化进程不断加速

不断尝试，中国篮球职业化逐渐走向正轨。职业体育的经营模式通常有 2 种：常规买断和自主开发，中国篮球对这两种模式都有所尝试。经过不断摸索，目前形成了中国篮协与瑞士盈方共同开发的模式。

- 在 1995 年-2001 年 CBA 联赛开始的前 6 年由 IMG 买断经营，IMG 为 CBA 设计了冠名的商业方式，每年为中国篮协带来 200 万美元的赞助金额，按当时的汇率计算约为人民币 1700 万元。创造的商业收入归 IMG 公司所有，在合同最后一年商务开发出现困难，CBA “裸奔” 一年。
- 2002-2005 年，篮协将开发权收回独立运作了 4 年，成立中篮公司负责 CBA 的商业推广，但市场反应冷淡，联赛连续亏损。
- 2005 年中国篮协与瑞士盈方公司全资子公司盈方亚洲签署协议，双方共同成立合资公司开发中国篮球职业赛事。

图 26: 中国男篮职业联赛尝试了不同的发展模式



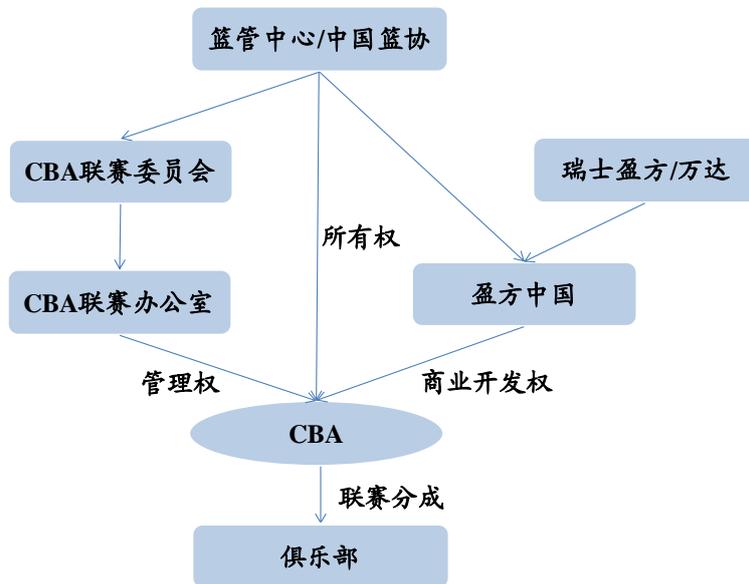
数据来源: 国泰君安证券研究

盈方中国成为 CBA 职业联赛唯一指定代理商。瑞士盈方与中国篮协合作成立公司——盈方中国共同开发中国篮球市场。在新成立的合作公司中，中国篮协持股 51% 拥有控制权，盈方亚洲持股 49% 负责日常经

营。盈方每年提供 650 万美元，作为篮协和各俱乐部的联赛运营经费。该公司拥有今后 7 个赛季中国职业篮球联赛以及各俱乐部（除地方俱乐部冠名权和门票收入外）的所有商业开发权益，并有 5 年的优先续约权。盈方中国是瑞士盈方在中国全资子公司，2015 年初被万达收购。

CBA 联赛通过授权的运营模式实现初步市场化。2012 年盈方中国与篮协续约 5 年，以每年 3.36 亿元的价格取得 CBA 商业开发的独家授权，商业赞助和转播权销售收入超过 3.36 亿元的部分由双方分成。作期内，篮协作为政府行政事业单位不直接进入市场进行商业经营活动。同时，CBA 联赛中的俱乐部平均每年获得 1,300 万左右的分红，又具有诸如广告、门票等其他商业收入，但俱乐部商业开发权利不得与联赛整体商务开发权利相抵触。整个 CBA 联赛通过授权的运营模式实现初步市场化。

图 27: CBA 将商业开发权完全授予盈方中国

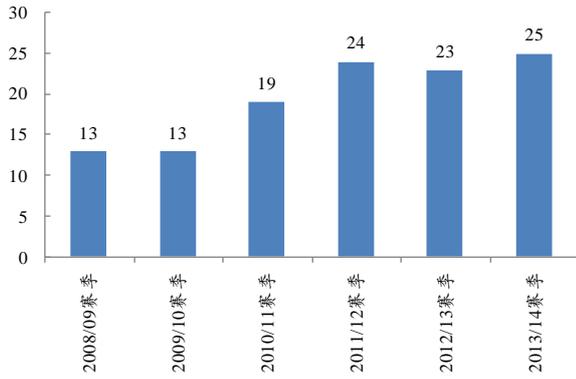


数据来源：国泰君安证券研究

CBA 赞助收入大幅上升，超越中超。2012 年，在盈方中国与篮协 5 年 17 亿与篮协续约之后，李宁公司立刻以 5 年 20 亿元的天价击败安踏成为 CBA 新任官方战略合作伙伴。目前 CBA 拥有李宁在内的 23 家赞助商，每年赞助金额达 6.3 亿元，相比之下中超联赛赞助费为 4.2 亿元。

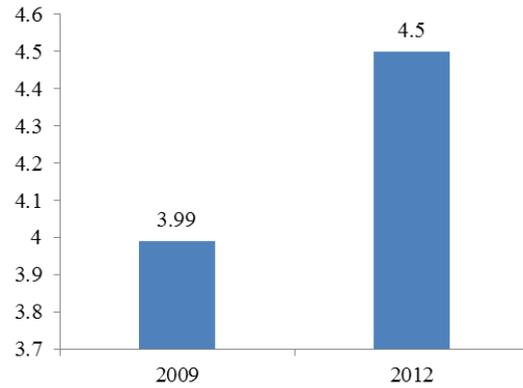
CBA 赛事影响力不断提高。在商业运作取得成功的同时，CBA 的社会影响力同样提升，目前 CBA 平均上座率为 80%，电视转播已经在北美落地，2014 年全国范围内有 1.62 亿观众通过电视收看 CBA 六场总决赛，比 2013 年提高 26%，而总决赛第五场在央视体育频道的收视率高达 0.89，仅次于当年李娜澳网夺冠和索契冬奥会的比赛。

图 28: CBA 联赛赞助商数量稳步增长



数据来源: 中篮协, 国泰君安证券研究

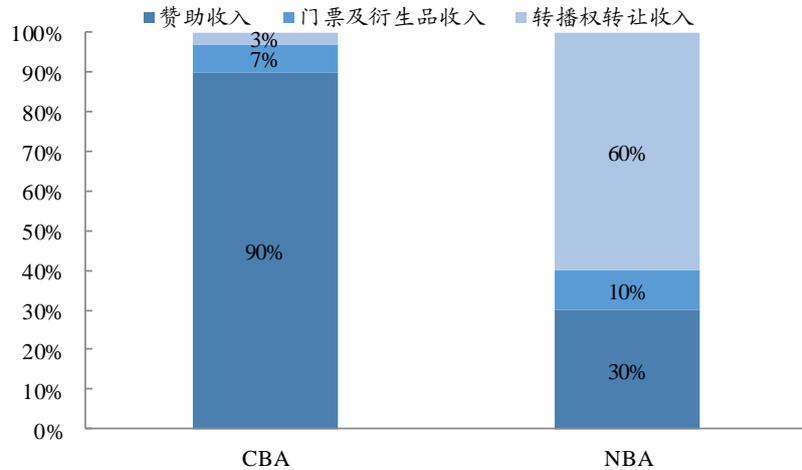
图 29: 收看 CBA 的观众数增长明显



数据来源: 中央电视台, 国泰君安证券研究

目前收入结构存在问题, 营收 90% 来源于赞助商。目前 CBA 赛事收入主要包括广告赞助收入、转播权销售收入以及授权产品销售收入。当前 CBA 每年的营收在 10 亿元左右, 由于运营方盈方中国注重赞助商的开发, 导致联赛 90% 的收入来源于赞助商; 而对比 NBA 的年收入达 300 亿元左右, 转播收入高达 6 成, 赞助收入仅占 30%。即使考虑到比赛水平差距, 我国篮球联赛的收入规模与结构与发达国家相比仍有较大差距。

图 30: CBA 收入主要来源于赞助商



数据来源: 国家体育总局, 国泰君安证券研究

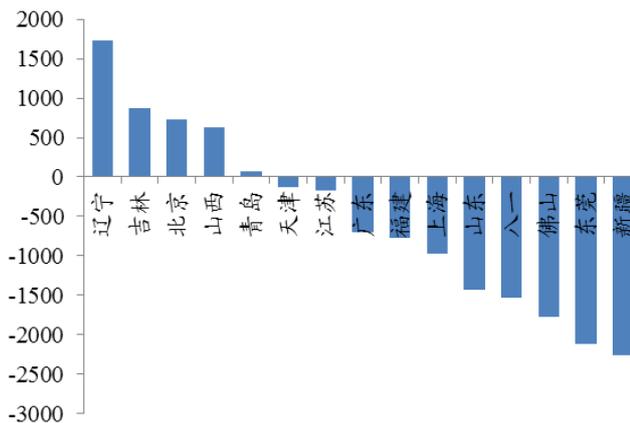
CBA 版权转播收入未来潜力无限。纵向对比中超联赛, 目前已是版权公司竞标之后, 负责制作电视信号并支出版权费用, 所以才有 15 年 9 月体奥动力 80 亿天价拿下转播权; 而 CBA 目前在电视转播由于央视“强势”及地方电视台经营压力还是买方市场, 新媒体版权掌握在盈方手里。然而之前盈方并未对版权进行大力开发, 2014 年, 搜狐和 PPTV、乐视与盈方签约三年, 三方合力拿到的 CBA 版权费每年仅有 2000 万左右。2017 年盈方中国与中篮协合约到期, 加上国家 46 号文的政策支持, 效仿中超, 未来 CBA 版权转播的商业价值潜力无限。我们预计 CBA 商业运营未来 5 年的价值将在 50 亿到 60 亿元左右。

2.3.3. CBA 联赛改革，俱乐部未来收入前景看好

当前 CBA 俱乐部盈利能力差，亏损严重。在联赛赞助收入不断增长的同时，俱乐部却收入受限，持续亏损，2012-2013 赛季 CBA 联赛赞助收入超过 5 亿元，其中 17 家俱乐部的联赛分成总计 2.2 亿元，而 2011-2012 赛季俱乐部总投入即达 6.45 亿元，2013 年仅有 5 支球队赢利。持续的亏损使得其所有者投资积极性受打击，俱乐部对投入者而言更多是广告宣传载体的存在，盈利水平有待提高。

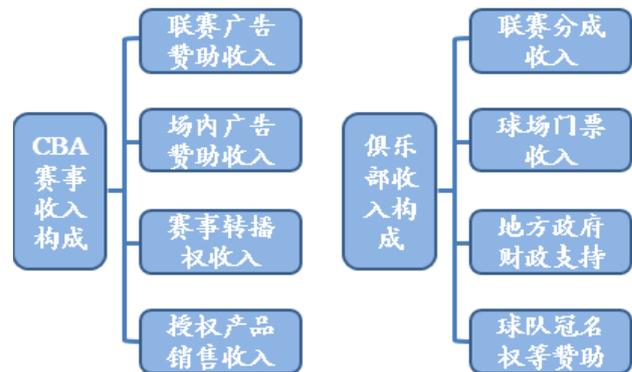
CBA 俱乐部收入来源有待拓展，前景广阔。从结构来看，CBA 俱乐部的收入主要包括篮管中心的联赛分成、门票收入、地方财政支持、球队冠名权等收入，在广告赞助方面只对罚球圈和球员比赛短裤两处广告位具有开发权，其他绝大多数广告种类由篮协和盈方中国开发运营。俱乐部联赛分成和冠名收入可达一千万左右，而门票收入仅为百万级别，地方支持则差别较大。相比之下，NBA 球队的收入则主要来源于联盟分成、转播收入、赞助收入、门票收入、场馆运营等，收入丰厚且来源广泛。随着 CBA 赛事改革和转播规定的放松，未来俱乐部的收入来源有极大的提升空间。

图 31: 2012-13 赛季 CBA 俱乐部仅有 5 家盈利



数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

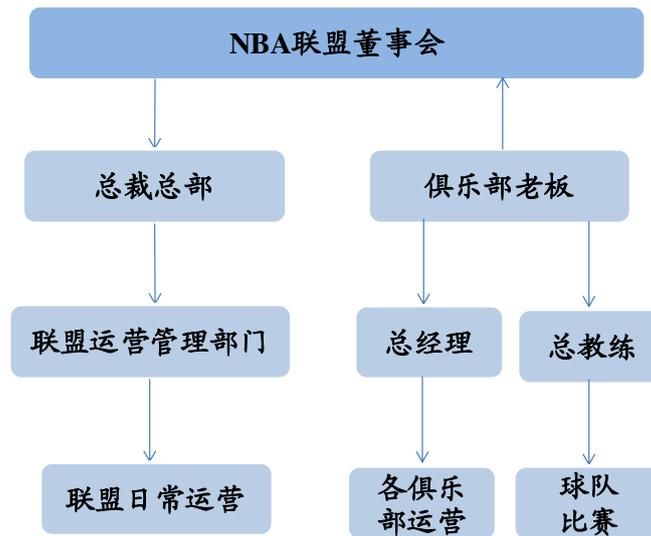
图 32: CBA 俱乐部收入主要依赖联赛分成



数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

NBA 运营模式保证联盟与俱乐部利益一体化。NBA 联盟主要由联盟和俱乐部两部分构成，其中俱乐部以盈利为目的，而联盟是非盈利的商业组织。其中 NBA 联盟董事会由 30 个俱乐部的实控人组成，是联盟的最高管理机构，董事会下属设立总裁对球队和联盟进行管理运营。这样类似现代体育经营公司的商业模式保证了联盟与俱乐部利益一体化，俱乐部的盈利性也就保证了整个赛事联盟的以盈利为目的的市场化运作。

图 33: NBA 联盟的商业运作模式



数据来源：国泰君安证券研究

CBA 18 家俱乐部投资人成立联合公司，欲效仿 NBA 打造商业联盟。 2016 年 1 月 16 日正值 CBA 全明星周末之际，18 家俱乐部的代表决定成立中篮篮球职业俱乐部（北京）股份有限公司（以下简称联合公司）。篮球巨星、上海男篮老板姚明是此次联合公司的牵头人，曾在 NBA 征战多年的姚明拥有先进的篮球理念，对 CBA 联赛的现状和症结也有深刻的认识。此次成立联合公司，就是意图效仿 NBA，拿下 CBA 经营权，同篮协组成商业联盟共同体。

中篮协管办分离方案获批复，牵头成立 CBA 联赛公司。 2016 年 1 月 19 日，中国篮协宣布管办分离方案已经得到了体育总局的批复，篮协将牵头成立 CBA 联赛公司，并将 CBA 的商务权和赛事推广权授权给 CBA 联赛公司。虽然表面看来姚明牵头的联合公司失去价值，但实际表明是 CBA 的改制以得到自上而下的切实落实推进，是向市场化迈进的一大步。未来我们预计 CBA 联赛公司与联合公司很有可能融合成一家公司，共同负责开发 CBA 联赛商务权和赛事推广权。

改革后俱乐部与联赛的利益一致，商业收入和价值将得到提升。 未来 CBA 市场化改革完成后，各俱乐部有望拿到联赛承办权或切入商业运作，在提高联赛分成、拓展俱乐部收入来源方面有更大的话语权，当前亏损情况将明显改善。俱乐部作为赛事运营者，必将积极变革自身机制，提高提高联赛的观赏性，俱乐部和联赛的商业价值也将得到更大提升，形成良性循环。

2.4. 体育服务推荐标的：贵人鸟、浔兴股份

2.4.1. 贵人鸟：主业寒冬已过，2016 年项目落地年值得期待

体育用品行业复苏，主营业务恢复增长。 1) 体育用品行业在经历了 2010-2014 年的寒冬后，经过市场调整和自身改革，去库存基本结束，销售业绩逐步恢复上升趋势。2) 公司调整外延扩张发展模式，关闭低效店面，2015 年 Q1-Q3 实现主营收入 14.02 亿元，同比增长 4.72%，实现净

利润2.05亿元，同比增长6.81%。随着我国居民体育消费意识的增强，国家对体育产业重视度的提高，主业有望保持平稳增长。

加强供应链建设、对生产基地智能化改造，提高盈利能力。1) 公司投入5.5亿元加强服装供应链建设，由外协转为自主生产为主，力争形成高度灵活、智能的供应链体系，利于控制产品品质、降低成本。2) 改造晋江鞋生产基地，预计减少员工25%以上，利于降低成本。

体育基因助力公司加码体育生态圈，开拓体育蓝海市场。1) 联合虎扑、景林成立体育产业基金动域资本。虎扑使公司获得丰富体育用户数据和线下赛事运营经验，动域资本分别投资了跑步、足球、健身、电竞游戏等互联网体育公司，未来在海外项目以及传统体育领域的布局有望加速。2) 拟用定增资金5.3亿建设贵人鸟体育云平台，实现体育用品、服务的高度结合，加快体育生态圈建设，有望持续超市场预期。

2016年是项目落地年，预计与大体协合作赛事会率先落地。中国最大的体育人群是学生人群，与大体协合作未来空间大。大体协每年有100多场赛事，假设每场赛事赚10万（主要来自企业赞助冠名），也有上千万净利润，这个每场盈利额会逐年上涨。

动域资本连投逾30个项目，2016年将逐步寻找变现通道。动域资本已布局跑步、健身、足球、篮球、滑雪等多个体育项目流量入口，2016年开始重点布局线下经典体育业务，让互联网流量入口用户资源变现，我们预计健身、跑步、足球相关业务有望率先变现。例如通过跨境电商代理海外足球俱乐部的周边产品。

首次覆盖给予“增持”评级。体育用品行业“寒冬”已过，公司主营恢复平稳增长，同时加码体育服务行业。我们预测公司2015-17年EPS为0.54、0.63、0.73元，考虑未来大体育产业高速增长的预期，并参考中体产业、莱茵体育等体育行业公司估值，给予目标价40.00元，对应2016年63倍PE。

2.4.2. 浔兴股份：或受益于 CBA 商业化进程加速

拉链主业难有高速增长。公司是服装辅料行业龙头，旗下 SBS 品牌拉链全球知名度仅次于日本 YKK。但我们认为服装辅料行业受制于服装生产和消费等下游行业，随全球经济低迷、东南亚服装行业兴起以及国内服装消费增速放缓，未来主业难以有较高增速。公司多次公开披露将寻找除拉链外的第二主业。

定增对象包含篮球新星，未来体育及大健康等方向值得关注。公司近期定增获得证监会核准批复，将募资3亿元，锁定三年。本次发行的对象值得关注，包括浔兴集团、厦门时位、林志强和王哲林，其中王哲林是效力于国家队的现任篮球运动员，使公司加深了与体育的羁绊。公司在年报中声称，为对冲单一品牌、单一产品带来的系统性风险，将谋求发展第二主业，现有客户和自身资源与国民消费升级相关的大健康大消费产业高度契合，有效整合将迅速产生协同效应。我们认为公司或将以此此次定增为契机，体育、健康等不失为较好的方向。

大股东热衷体育产业，上市公司或有合作机会。实际控制人对体育颇为钟爱，大股东浔兴集团投资有篮球俱乐部——福建浔兴男篮俱乐部有限公司，是 CBA 联赛球队之一。我们认为若大股东与上市公司合作，能够盘活集团资产、提升上市平台影响力，达成良好协作。

CBA 商业进程加快，集团公司旗下俱乐部有望扭亏为盈。

- **预计浔兴俱乐部扭亏为盈后才有望注入上市公司。**公司已公告转型体育方向，旗下有福建浔兴男篮俱乐部资产，我们预计在俱乐部扭亏为盈后有望注入上市公司。
- **姚明牵头成立中职篮。**2016 年 1 月 16 日正值 CBA 全明星周末之际，18 家俱乐部的代表决定成立中职篮篮球职业俱乐部（北京）股份有限公司（以下简称联合公司）。篮球巨星、上海男篮老板姚明是此次联合公司的牵头人，此次成立联合公司，就是意图效仿 NBA，拿下 CBA 经营权，同篮协组成商业联盟共同体。
- **篮协跟随成立 CBA 联赛公司。**2016 年 1 月 19 日，中国篮协宣布管办分离方案已经得到了体育总局的批复，篮协将牵头成立 CBA 联赛公司，并将 CBA 的商务权和赛事推广权授权给 CBA 联赛公司。
- **CBA 商业化进程明显加快，预计商业化后，篮球俱乐部盈利能力会大幅上升，有望扭亏为盈。**

维持“增持”评级。全球拉链龙头之一，定增近期过会带来新气象。预测公司 2015-2017 年 EPS 为 0.23/0.27/0.31 元，参考转型龙头公司，并考虑公司大股东在体育产业的布局有望继续超预期给予一定估值溢价，目标价 15.00 元，对应 2016 年 55.6 倍 PE。

3. 体育用品：专业化成为趋势，户外运动快速发展

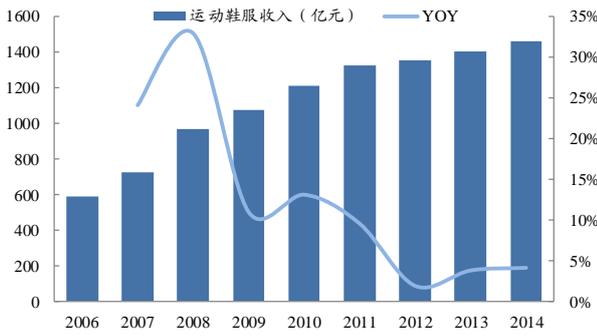
3.1. 体育用品行业延续稳定增长，专业化将成为趋势

3.1.1. 体育用品延续稳定增长，受益全民体育消费升级

2009 年后以运动鞋服为主的体育用品行业发展至成熟阶段。我国体育用品行业发展较早，目前以运动鞋服为主，在整个体育产业中占据近 8 成份额，从行业生命周期来看，由于北京奥运会的推动，2001-2008 年是国内运动用品黄金发展时期，CAGR 达到 15%-20%。2008 年诸如安踏、匹克、李宁、361 度等本土运动品牌陆续登陆全球资本市场，标志着我国体育用品行业的巅峰期来临。2009 年开始，增速逐渐降为个位数，体育用品行业进入发展成熟期。

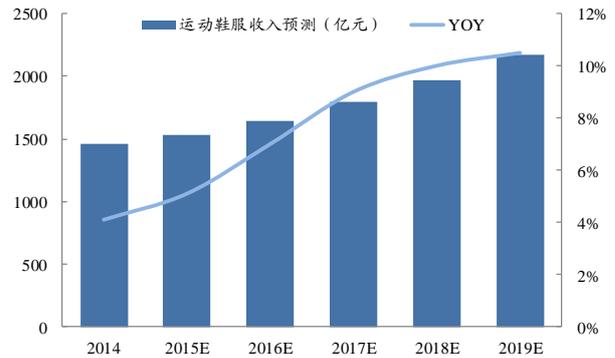
2012 年行业发展进入低谷。随着体育用品的市场渗透率快速提升，又缺少大型赛事等催化剂，体育用品行业告别高速成长期，需求日趋放缓，而 2008 年之后行业公司过于乐观的快速扩张导致供需状况出现失衡。加之宏观经济放缓和行业成本不断上升影响，2012 年，体育用品行业发展进入低谷，同比增速降为-1.8%。以李宁为例，据财报显示，2012 年收入下降 27.4%，关店 1,821 家，门店规模同比下降 22.1%。

图 34: 2014 年运动鞋服增速逐渐企稳, 走出低谷



数据来源: 中国产业信息, 国泰君安证券研究

图 35: 预计 2019 年超过两千亿, 5 年 CAGR 8.3%



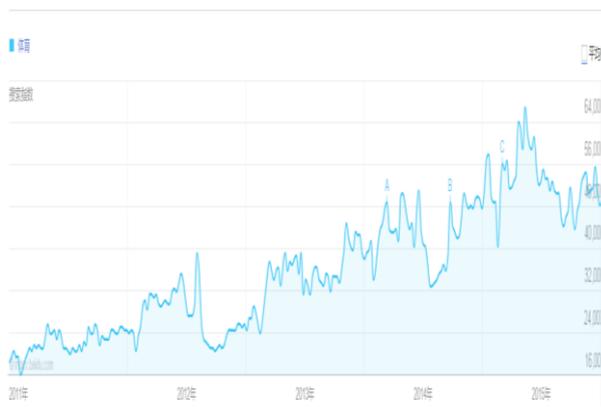
数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

2014 年复苏态势显露, 受益于全民体育消费升级, 预计未来体育用品达 1.5 万亿规模。经过 2012-2013 年的调整, 2014 年以运动鞋服业为主的体育用品行业开始显露复苏态势。受益于政策红利及全民体育消费升级, 根据 Euromonitor 预测, 运动鞋服行业未来 5 年 CAGR 为 8.3%, 至 2019 年行业规模将超过 2000 亿元。若对比美国体育用品产业占比约 30% 计算, 根据 2025 年国家 5 万亿体育总产业规模战略目标计算, 体育用品行业将超过 1.5 万亿。

3.1.2. 体育需求增强与消费升级导致专业化将成为趋势

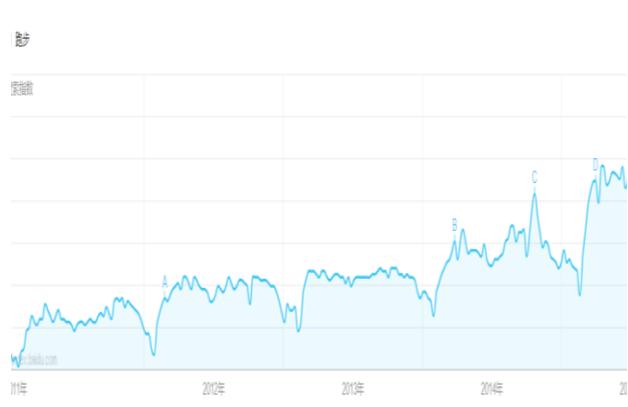
近年来我国居民的体育需求不断提升。以“体育”为关键字的百度指数, 2011-2016 年呈上升趋势。关键字为“跑步”, 上升趋势更为明显, 并呈现周期性。这样的结果与健身项目的季节性有关, 表现为夏多冬少的特征, 但总体的平均值依然表现为逐年增加趋势。

图 36: 对于体育的关注人数逐年增多



数据来源: 百度搜索

图 37: 对跑步关注度逐年增多



数据来源: 百度搜索

移动互联网发展推动专业体育需求增长。伴随着移动互联网的飞速发展, 大量运动 APP 不断推出。运动 APP 有利于激发人们运动健身的积极性并且提高人们健身的计划性。有研究表明运动类 APP 作为一种基于移动互联网和可穿戴技术的体育锻炼辅助手段的新兴事物, 对于人们促成体育锻炼行为、养成体育锻炼习惯效果显著, 大大推动了专业体育需求增长。

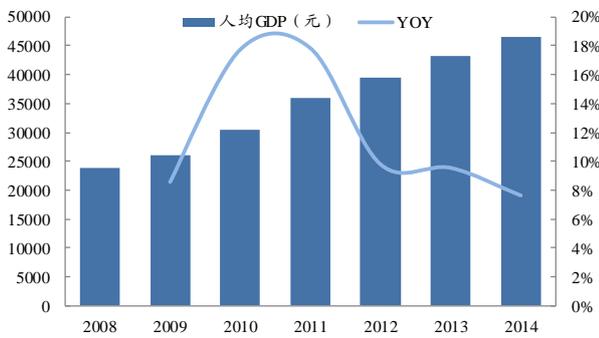
表 2: 运动 APP 功能多样化

功能	训练计划 (%)	视频指导 (%)	卡路里消耗 (%)	运动知识 (%)	圈组互动 (%)	音乐播放 (%)	外设支持 (%)	用户激励 (%)
健身类	92	84	0	36	32	12	4	0
跑步类	64	0	88	16	92	12	56	20

数据来源: 《运动类 APP 对体育锻炼行为促进和体育习惯养成的影响》

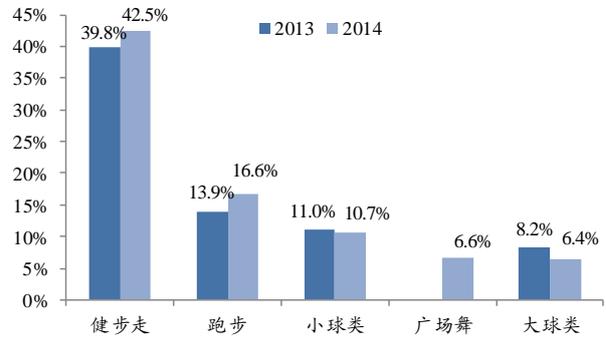
消费升级带来体育用品专业化趋势。目前来看,在体育健身的方式选择上,健步走和跑步较受欢迎,而专业化运动方式正在普及。2013 年国家体育总局的抽测表明,与以往的调查结果相比,居民选择健步走和跑步锻炼的人数有所下降,而选择骑自行车、游泳、街舞,以及球类项目的健身人数比例上升,这些项目需要更加专业的设备和着装,将带来相关体育用品行业新的增长。

图 38: 我国人均 GDP 快速增长



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图 39: 居民运动方式趋于专业化



数据来源: 国家体育总局、国泰君安证券研究

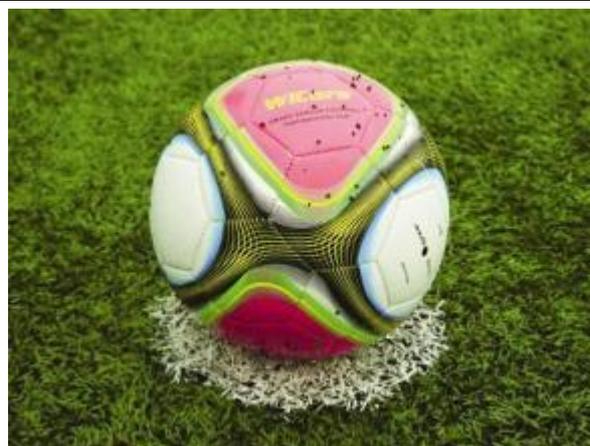
未来体育用品更加专业化、智能化。2015 年 5 月 11 日体博会在福州海峡国际会展中心顺利闭幕。从参展状况来看,体育用品下一阶段将会以“专业化”和“智能化”驱动行业增长。体育用品目前的跨界行为日益频繁,相比于专门制造运动装备的企业,如运动手环,心率监测仪等,运动服装企业的优势在于可以将智能设备内嵌入现有产品,如将传感器内置在运动鞋底,实时反馈用户的呼吸情况,心脏速率,跑步的节奏和卡路里消耗值等信息。随着技术进步与消费升级,我们预计未来体育用品将会更加专业化、智能化。

图 40: 安踏推出五大科技跑鞋



数据来源: 慧鞋网

图 41: 李宁首发智能足球



数据来源: 环球鞋网

3.2. 专业化户外运动用品行业快速发展，成为产业亮点

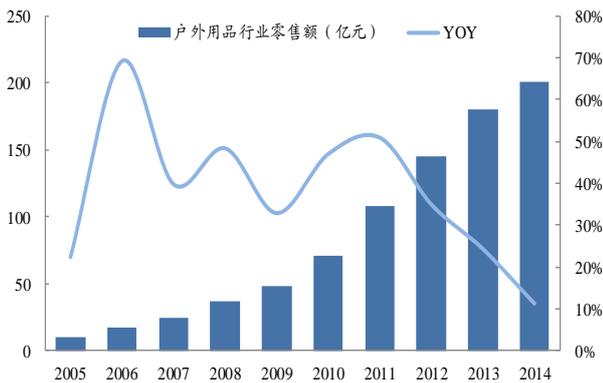
3.2.1. 户外用品行业延续高速增长

户外运动产业是随着人们亲近大自然休闲生活方式兴起而发展起来的朝阳产业。它是广义体育运动产业的一个分支，但在主要消费群体、产品功能、应用环境和文化内涵上又具有自己鲜明的个性。户外产业可以分为户外用品产业和户外运动服务产业，其中户外用品兼具了体育用品、旅游用品、休闲服饰产业的部分特征。

我国户外用品行业仍处于快速增长期。上世纪 80 年代户外运动传入我国，从那时开始到 2000 年，可视为我国户外运动的萌芽期，典型特征是民间性、草根性、自发地生长，而 2000-2014 年是中国户外运动的快速发展期。目前我国户外用品行业零售额已超 200 亿元，根据 COCA 统计，2012-2014 年中国专业户外运动用品的零售总额为 145.2、180.5 和 200.8 亿元，2000-2014 年 15 年 CAGR 高达 42%。2014 年增长 11.28%，相比于之前几年增速有所放缓，由“超高速增长”转换为“快速增长”。

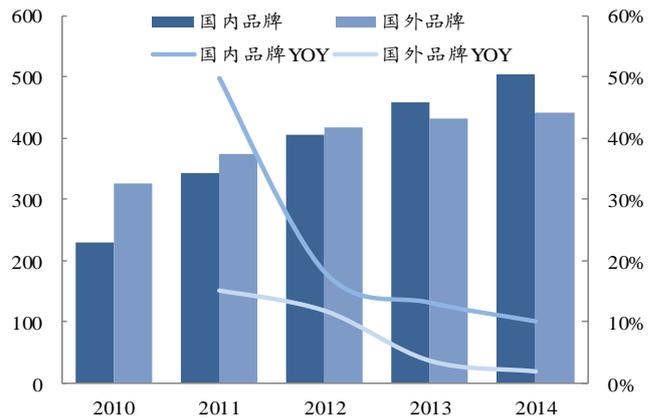
品牌商、零售商共同成长，国内户外品牌及零售体系快速壮大。近年来国内外品牌数量呈快速增长态势，2014 年已达 945 个。2014 年本土户外品牌有 504 个，比上年增长 10%，而国外户外品牌有 441 个，仅比上年增长 1.8%。可见国内户外产业发展迅速。与此同时，国内户外用品市场品牌数量逐年增加，优质的零售商有望更加受益。对零售商而言，品牌资源的丰富、供应商数量的增多以及消费者可选择余地的增加，叠加上游行业供应充足、充分竞争，有利于零售商降低采购成本、提升规模效应、增强议价能力，在衔接供应商与消费者之间获取更大的话语权。

图 42: 我国户外用品销售额高速增长



数据来源:《户外用品市场调查报告》, 国泰君安证券研究

图 43: 我国境内户外品牌数量增长较快



数据来源: 国家体育总局、国泰君安证券研究

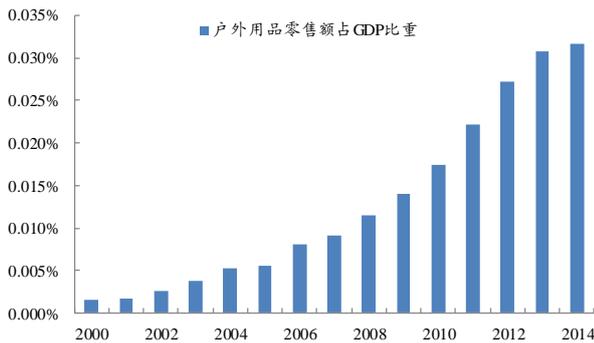
3.2.2. 我国户外市场尚不成熟，未来空间广阔

我国目前户外行业的规模相对庞大的消费人口基数很小。在美国，户外运动已经成为国民平日消遣、节日度假以及外出旅游的主要选择之一。50% 的美国人参与户外运动，户外休闲产业是第三大消费支出产业，仅次于金融服务保险业和医疗门诊业，并且创造了最多的就业岗位。而反观我国，户外运动才刚刚起步，相对庞大的消费人口基数仍

然很小。按照西方标准，中国户外运动消费规模将有巨大的发展空间。

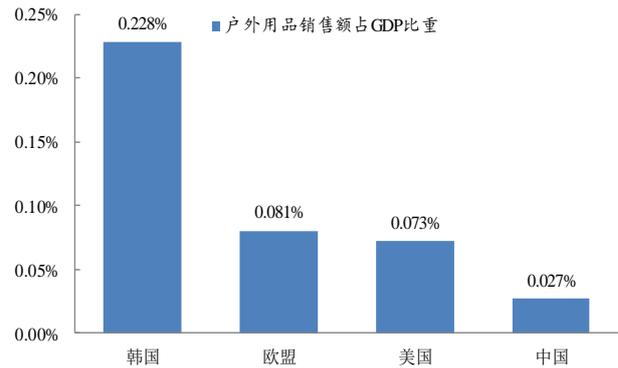
中国户外用品消费额占 GDP 的比重逐年迅速提高，但还远远低于欧美韩等成熟市场。从 2012 年的对比数据中我们可以看到，目前我国户外用品消费额占 GDP 的比重为 0.027%，不到美国的 38%，盟的 35%，韩国的 13%。因此我们预期，随着我国居民健康意识的提高，户外消费理念的提升，户外运动参与人数、户外用品消费额比重将进一步加大，市场发展的潜在空间巨大。

图 44: 我国户外用品零售额占 GDP 比重逐渐提高



数据来源:《户外用品市场调查报告》, 国泰君安证券研究

图 45: 各国户外用品零售额占 GDP 比重中国较低



数据来源:《户外用品市场调查报告》, 国泰君安证券研究

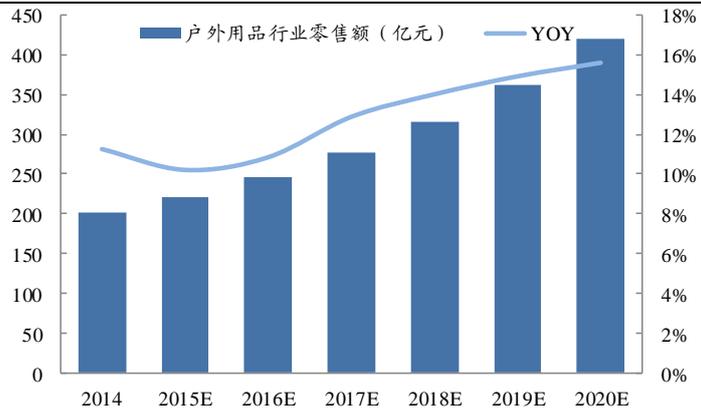
表 3: 2012 年各国户外用品市场对比

	各国 GDP (折算人民币亿元)	户外用品销售额 (亿元)	人口数 (亿)	人均户外用品消费 (元)
韩国	80,704.8	184.2	0.5	368.5
欧盟	1,137,325.2	915.5	7	130.8
美国	1,066,771.2	774.5	3	258.2
中国	534,123.0	145.3	13	11.2

数据来源:《户外用品市场调查报告》, 国泰君安证券研究

预计户外用品行业 2020 年规模将达近 420 亿元。依据中国社科院及高盛的研究，我们预计中国未来 5 年的 GDP 增速平均保持在 6.6% 左右的水平，即 2020 年将达到 93.1 万亿元的水平。而随着我国居民对户外消费认知度的提升，消费观念和结构的改变，消费水平的提高，户外用品的消费占居民日常消费支出的比重也将逐步提升。因此，户外用品零售额占 GDP 的比重也将随之企稳回升。我们预计到 2020 年，我国户外用品零售市场将达到近 420 亿元的规模，占 GDP 的比重达到 0.045%，逼近发达国家目前的水平。

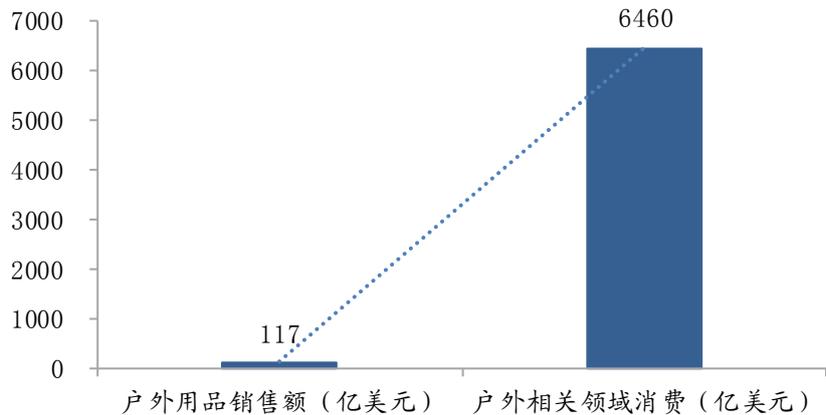
图 46: 预计户外用品行业 2020 年规模将达近 420 亿元



数据来源: 中国社科院, 国泰君安证券研究

“大户外”产业空间更加庞大。在 2012 年, 美国户外用品的直接零售额为 117 亿美元, 而户外行业的影响力远不止于此, 按照美国户外产业协会 (OIA) 的统计, 美国居民 2012 年在户外休闲相关领域的消费高达 6,460 亿美元, 占其当年 GDP 的 4%。而我国目前的户外运动消费主要集中在户外用品上, 还没能很好的带动户外运动服务及各种相关领域的消费, 因此随着我国户外市场的不断成熟, 大户外消费市场也将迎来爆发式的增长。

图 47: 美国户外用品销售额与户外相关领域消费对比

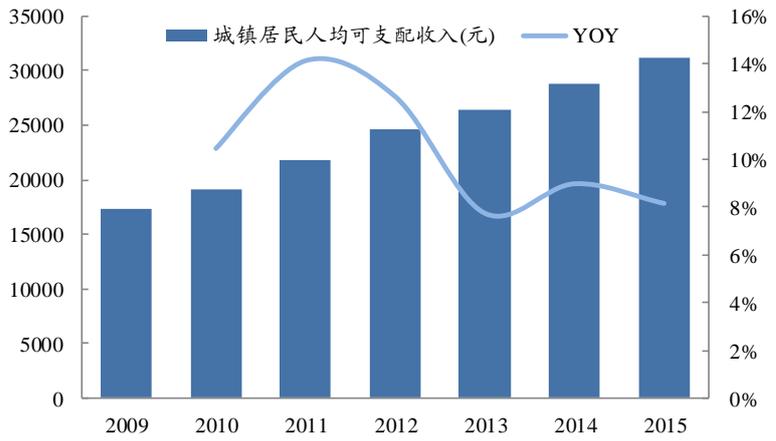


数据来源: 人民网, 国泰君安证券研究

3.2.3. 消费能力提升趋势推动户外产业蓬勃发展

户外用品的消费与居民收入水平密切相关。伴随着我国国民经济的快速发展和人民生活水平的不断提高, 我国户外用品市场的容量也不断扩大。我国城镇居民人均可支配收入自 2009 年的 17,300 元增加到 2015 年的 31,195 元, CAGR 为 10.32%。户外消费将受益于居民可支配收入的增长, 保持在较高的增速水平。并且, 消费升级逐渐由核心大型城市向下渗透, 二三线城市消费购买力的释放, 也将推动大众的户外消费需求增长。

图 48: 我国城镇居民人均可支配收入不断提升

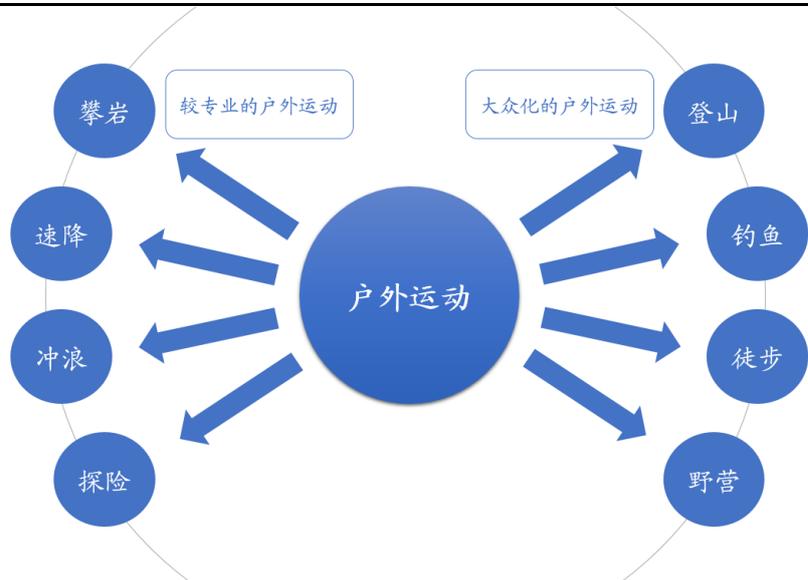


数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

锻炼身体与舒缓精神合一, 户外运动存天然优势。如今的都市生活的高度现代化, 人们远离了大自然, 人们生活在混凝土丛林中而不是森林之中, 生活中一切所接触到的都是人造物品。更为严重的是人类文明的副产物——工业及生活污染日渐加重。并且由于生存与发展的驱使, 人们总是在为生计而忙碌, 快节奏、高效率的现代生活将人的神经及生活搞得高度紧张。越来越多的人开始意识到, 作为一项体育运动, 户外运动不仅可以使身体得到锻炼, 还能感受大自然, 得到精神上的愉悦, 存在其他运动不能比拟的天然优势。

随着社会发展, 户外运动将会具有更为广大群众基础。由于渠道的广泛渗透和网络的传播, 消费者对户外运动的认识达到了前所未有的水平。如今户外的概念已经趋于“大户外”, 越来越多的消费者意识到, “户外”不单单指攀岩、探险等专业化的内容, 也可以包括钓鱼、野外露营、野炊、定向越野等普通人可以随时参与的活动。另外, 时尚休闲也在近些年成了有关户外的关键词, 不少人选购户外用品只是觉得很时尚, 部分户外用品已经延伸到平常的生活当中。譬如, 冲锋衣可以防风防雨, 不少消费者在平时也喜爱穿。

图 49: 户外运动可按参与门槛分为两类



数据来源: 国泰君安证券研究

预计未来我国户外产业蓬勃发展，预计户外产品将达 420 亿元，户外消费市场超过千亿。我国户外产业发展空间广阔，动力强劲，我们预计至 2020 年，户外用品零售额保持 10%~15% 的平均增速，将达到 420 亿市场规模，整体户外消费市场的规模将超过千亿，呈现快速蓬勃发展。

3.3. 体育及户外用品推荐标的：探路者、三夫户外

3.3.1. 探路者：“三体”协同发展，展望“合一”效应

战略明晰，“户外用品+旅游+大体育”三位一体。1) 公司招募 1,000 多名旅行规划师，上线 1,100 多条线路，2016 年 1 月公司开出首家户外旅行+O2O 体验店，旅游产品发力吸引客户出游；2) 公司首家滑雪场于 2016 年 1 月开业，体育事业破冰，预计未来有更多体育项目储备落地。3) 公司新开首家户外生活体验馆，未来将改变单一的户外用品销售职能，将户外、旅行、体育线下融合，提供一站式购物体验。

定增过会，加码户外生态圈新布局。公司拟定增 12.8 亿元投资探路者云、绿野 O2O、户外用品垂直电商及户外安全保障服务平台等项目，为用户提供户外生活整体解决方案，公司核心竞争力将进一步加强。此外公司在天津设立社群生态创新中心，组织集团副总裁以上的管理者加入，促进户外生态圈的业务协同；向自有投资平台天津新起点增资 1 亿元，加强对优质项目的投资夯实社群生态建设。

户外用品承压，旅游板块有望扭亏。受旅游板块并表影响，公司 2015 年实现营收约 37.6 亿元，增长近 120%，其中户外用品主业受消费环境低迷影响，实现收入 18.1 亿，收入增速下滑。2015 年易游天下预计实现收入约 30 亿，较 14 年大幅增长，净亏损约 2,000 万。未来公司旅游业务加速推进，我们预计旅游收入将保持高速增长，实现扭亏。

首次覆盖给予“增持”评级。公司构建“户外+旅游+体育”户外生态圈，为大众提供户外运动和体验式旅行的极致服务，未来业绩将恢复增长。我们预测公司 2015-17 年 EPS 为 0.52/0.70/0.87 元，参考户外行业估值水平给予目标价 25.00 元，对应 2016 年 36 倍 PE，“增持”评级。

3.3.2. 三夫户外：户外运动领跑者，扬帆起航勇闯天涯

户外运动渠道商龙头上市，打造户外运动全方位服务商。公司为国内户外用品零售行业的龙头企业，在户外运动行业享有极高声誉，拥有高忠诚度会员数 16 万人，未来有望在户外活动组织、赛事举办等方面深入布局，户外运动全方位服务商愿景可期。

公司在户外行业名声赫赫，未来有望依托会员成为户外运动销售、培训、组织全方位服务商。公司自 1997 年开始深耕户外运动市场，凭借专业态度和出色的口碑，在业界树立起赫赫声名。2014 年公司拥有 16 万会员，会员消费占比已达 64%。不同于市场对公司户外用品渠道商的定位，我们认为，未来公司有望依托会员资源，通过户外活动组织、赛事举办等多种方式，推动户外运动的发展，构筑商品销售、活动组

织、赛事举办全方位户外运动服务体系。

户外运动行业步入高速增长时期，市场发展空间巨大。户外用品行业在欧美已有上百年发展历史，现已形成近千亿规模市场，行业龙头市占率超过20%。随着收入水平提升和健康生活观念的深入人心，户外运动行业正步入高速增长时期，2009-2014年复合增速达27%，2014年销售额达200.8亿元，但目前行业龙头市场份额不足2%。总体而言，我国户外运动行业在绝对规模、行业集中度等方面仍然较小，未来发展空间巨大。

存户外服装品牌及户外用品零售商并购预期。

- 参考全球最大的户外用品连锁零售组织——REI，其自有品牌产品销售收入占比约为30%，发展部分自有品牌有助于增速公司的盈利能力，我们预计公司可能会通过并购户外服装品牌来增加自有品牌销售占比。
- 国内户外用品零售商市场分散，大多有地域局限性，我们预计公司可能通过并购快速覆盖全国市场。

我们预计公司2015-2017年EPS为0.47元、0.54元和0.63元，考虑到体育行业巨大潜能和公司次新股属性给予一定溢价，目标价90.90元，对应2016年5倍P/S，维持增持评级。

3.3.3. 嘉麟杰：从高端户外供应商向自营品牌升级

户外用品行业不止是冲锋衣，更是高科技的结晶。普通消费者对户外用品市场的认知更偏向于旅游休闲属性，因此近年冲锋衣、登山鞋等单品出现消费热潮。但实际上专业的户外产品需要面临严寒雨雪等极端天气考验，因此对产品功能性的要求非常高。

公司针织面料等产品具有极高的技术壁垒。目前户外供应商市场大致分为欧美、日韩和国内三个档次，欧美户外产品的技术远远领先于其他地区。而嘉麟杰作为欧美顶级户外品牌的供应商，其技术在全球均处于领先地位。其生产的针织面料大多为国际先进技术水平，并且作为ODM厂商深度参与国外品牌商的面料设计过程。2014年，公司前三大客户为Icebreaker、Polartec、Kathmandu，销售额占比65%。

利用面料等供应链优势，打造自营品牌。公司2012年将自有品牌蓝图落地，着手打造“地球科学家”（Kroceus）和“优越自然”（Super Natural）。KR品牌主要针对国内市场，SN品牌着力布局海外渠道。前期运营成本和费用支出较大，经过摸索后逐步采取提升单店销售、借力互联网新渠道的措施。KR团队还主导建设了嘉麟杰美学中心，为特定人群提供个性化服务，解决特定需求。

“谨慎增持”评级。高端户外面料公司，业绩预告由三季报预亏0.8亿元修正为预亏1.15亿元。下调公司15-17年EPS预测为-0.12/0.00/0.04元，分别下调了0.07/0.08/0.08元。考虑到市场对公司户外面料产品的壁垒和自营品牌的发展进度均未有充分认知，给予2016年4.7倍P/S估值，目标价4.80元，谨慎增持评级。

4. 投资建议

看好体育产业方兴未艾的巨大发展潜力，给予纺织服装转型体育行业“增持”评级，建议增持贵人鸟、浔兴股份、探路者、三夫户外。

表 4: 主要推荐公司的盈利预测、目标价及评级

公司名称	代码	盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
贵人鸟	603555.SH	0.54	0.63	0.73	41.7	35.9	31.0	增持	40.00
浔兴股份	002098.SZ	0.23	0.27	0.31	58.0	49.1	42.4	增持	15.00
探路者	300005.SZ	0.52	0.70	0.87	29.3	21.5	17.4	增持	25.00
三夫户外	002078.SZ	0.47	0.54	0.63	67.8	59.4	50.9	增持	90.90

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究; 数据截至 2016 年 2 月 2 日

5. 风险提示

经济增速大幅下滑风险。体育行业消费升级受经济景气度影响大，如果人们对未来的收入水平预测比较悲观，则会影响大众对体育用品和体育服务的消费，从而影响行业发展。

政策落实不及预期。体育行业对于政策支持需求较大。若政策落地不及预期，诸如 CBA 市场化改革进程较慢，会影响相关公司盈利能力。

行业竞争加剧。体育行业发展前景好，正吸引越来越多的资本进入该行业，未来行业可能会竞争加剧，影响目前公司的经营。

贵人鸟 (603555)

2015 年卡位流量入口，期待 2016 年变现

——贵人鸟首次覆盖报告

首次覆盖
评级：增持
目标价格：40.00
当前价格：22.68
2016.02.02

	吕明 (分析师)	汲肖飞 (研究助理)
	0755-23976166	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006

本报告导读：

公司体育服装主业已过寒冬，预计未来保持 5%-10% 稳定增长；动域资本 2015 年投资逾 30 个项目，卡位体育用户流量入口，预计 2016 年变现流量超市场预期，增持评级

投资要点：

- **首次覆盖给予增持评级。**体育用品行业“寒冬”已过，公司主营恢复平稳增长，同时加码体育服务行业。预测公司 2015-17 年 EPS 为 0.54、0.63、0.73 元，考虑未来大体育产业高速增长预期，参考中体产业等体育行业公司估值，给予目标价 40 元，对应 2016 年 63 倍 PE。
- **体育用品行业复苏，主营业务恢复增长。**1) 体育用品行业在经历了 2010-2014 年的寒冬后，经过市场调整和自身改革，去库存基本结束，销售业绩逐步恢复上升趋势。2) 公司调整外延扩张发展模式，关闭低效店面，2015 年 Q1-Q3 实现主营收入 14.02 亿元，同比增长 4.72%，实现净利润 2.05 亿元，同比增长 6.81%。随着我国居民体育消费意识的增强，国家对体育产业重视度的提高，主业有望保持平稳增长。
- **体育基因助力公司加码体育生态圈，开拓体育蓝海市场。**1) 联合虎扑、景林成立体育产业基金动域资本。虎扑使公司获得丰富体育用户数据和线下赛事运营经验，动域资本分别投资了跑步、足球、健身、电竞游戏等互联网体育公司，未来在海外项目以及传统体育领域的布局有望加速。2) 拟用定增资金 5.3 亿建设贵人鸟体育云平台，实现体育用品、服务的高度结合，加快体育生态圈建设，有望持续超市场预期。
- **2016 年是项目落地年，预计与大体协合作赛事会率先落地。**中国最大的体育人群是学生人群，与大体协合作未来空间大。大体协每年有 100 多场赛事，假设每场赛事赚 10 万，也有上千万净利润，预计盈利额会逐年上涨。动域资本 2015 年投资逾 30 个项目，2016 年将逐步寻找变现通道，预计健身、跑步、足球相关业务有望率先变现。
- **风险提示：**主业增速不达预期、投资的体育项目不达预期等。

交易数据

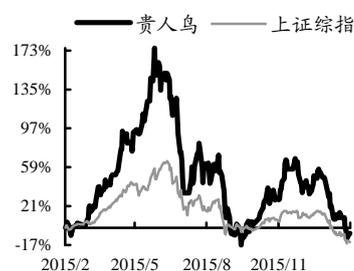
52 周内股价区间 (元)	19.62-69.37
总市值 (百万元)	13,926
总股本/流通 A 股 (百万股)	614/114
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	19%
日均成交量 (百万股)	256.90
日均成交值 (百万元)	86.62

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,256
每股净资产	3.67
市净率	6.2
净负债率	3.10%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.12	0.12
Q2	0.14	0.16
Q3	0.04	0.05
Q4	0.20	0.21
全年	0.51	0.54

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-36%	-27%	-5%
相对指数	-12%	-6%	9%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,406	1,920	2,016	2,197	2,417
(+/-)%	-16%	-20%	5%	9%	10%
经营利润 (EBIT)	599	434	522	574	643
(+/-)%	-9%	-28%	20%	10%	12%
净利润	423	312	334	388	448
(+/-)%	-20%	-26%	7%	16%	16%
每股净收益 (元)	0.69	0.51	0.54	0.63	0.73
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	24.9%	22.6%	25.9%	26.1%	26.6%
净资产收益率 (%)	32.1%	14.0%	13.7%	14.3%	14.8%
投入资本回报率 (%)	28.2%	13.9%	28.6%	27.3%	36.4%
EV/EBITDA	18.9	29.1	22.7	20.7	17.8
市盈率	32.9	44.6	41.7	35.9	31.0
股息率 (%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

模型更新时间: 2016.02.02

股票研究

可选消费品
纺织服装业

贵人鸟 (603555)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 40.00

当前价格: 22.68

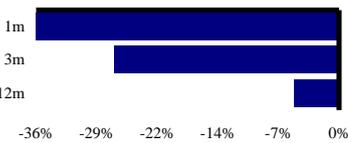
公司网址

www.k-bird.com

公司简介

公司是中国知名的运动鞋服品牌企业，主要从事贵人鸟品牌运动鞋、运动服装的研发、设计、生产和销售，分为“专业运动”和“运动休闲”两大系列。公司产品侧重于运动休闲，营销网络重点布局国内二、三、四线城市市场，以自主生产和外包生产相结合、经销商销售为主的经营模式，凭借差异化的品牌定位、严谨的质量控制、遍布全国的营销网络，获得了持续快速增长。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

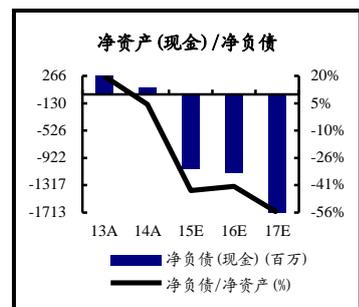
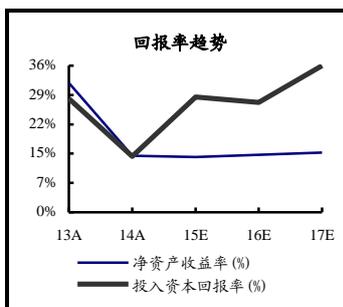
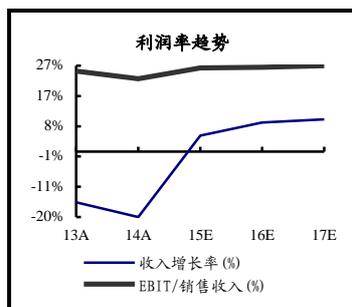
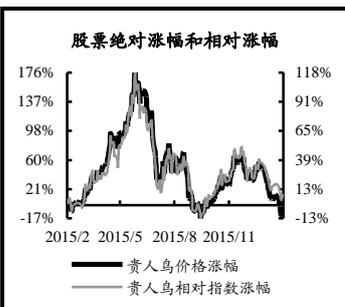
19.62-69.37

市值 (百万)

13,926

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	2,406	1,920	2,016	2,197	2,417
营业成本	1,428	1,132	1,109	1,208	1,329
税金及附加	21	15	18	20	22
销售费用	235	193	212	231	242
管理费用	122	145	155	165	181
EBIT	599	434	522	574	643
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	2	2	2
财务费用	46	51	99	78	67
营业利润	522	372	426	498	578
所得税	144	105	111	129	149
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	423	312	334	388	448
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	515	1,193	2,320	2,327	2,860
其他流动资产	2	428	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	527	597	563	535	507
无形及其他资产	120	151	127	127	127
资产合计	2,755	4,206	4,929	5,118	5,641
流动负债	1,437	1,150	1,687	1,608	1,802
非流动负债	0	819	795	797	800
股东权益	1,318	2,236	2,447	2,713	3,038
投入资本(IC)	1,585	2,332	1,368	1,578	1,324
现金流量表					
NOPLAT	447	324	392	430	482
折旧与摊销	44	48	44	43	43
流动资金增量	-320	-246	372	-239	226
资本支出	-54	-162	34	5	5
自由现金流	117	-35	842	240	757
经营现金流	202	97	1,196	199	721
投资现金流	-54	-962	36	7	7
融资现金流	-237	1,065	-105	-199	-194
现金流净增加额	-89	200	1,126	7	533
财务指标					
成长性					
收入增长率	-15.7%	-20.2%	5.0%	9.0%	10.0%
EBIT 增长率	-9.0%	-27.5%	20.3%	9.8%	12.1%
净利润增长率	-19.8%	-26.3%	7.0%	16.2%	15.5%
利润率					
毛利率	40.6%	41.0%	45.0%	45.0%	45.0%
EBIT 率	24.9%	22.6%	25.9%	26.1%	26.6%
净利润率	17.6%	16.3%	16.6%	17.7%	18.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	32.1%	14.0%	13.7%	14.3%	14.8%
总资产收益率(ROA)	15.4%	7.4%	6.8%	7.6%	8.0%
投入资本回报率(ROIC)	28.2%	13.9%	28.6%	27.3%	36.4%
运营能力					
存货周转天数	34	51	41	42	45
应收账款周转天数	169	252	252	252	252
总资产周转天数	402	662	827	835	812
净利润现金含量	0.48	0.31	3.58	0.51	1.61
资本支出/收入	2%	8%	-2%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	52.2%	46.8%	50.4%	47.0%	46.1%
净负债率	20.2%	4.3%	-44.1%	-41.8%	-56.4%
估值比率					
PE	32.9	44.6	41.7	35.9	31.0
PB	9.0	6.2	5.7	5.1	4.6
EV/EBITDA	18.9	29.1	22.7	20.7	17.8
P/S	4.9	7.3	6.9	6.3	5.8
股息率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%



浔兴股份 (002098)

CBA 商业化进程或加速俱乐部盈利及注入

——浔兴股份更新报告

	吕明 (分析师)	汲肖飞 (研究助理)
	0755-23976166	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006

本报告导读:

预计未来几年主业个位数增长, 转型体育及大健康预期较强。随着 CBA 商业进程加速, 预计集团公司旗下的浔兴男篮俱乐部可能扭亏为盈, 并加速注入上市公司, 增持。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**全球拉链龙头之一, 定增近期过会带来新气象。预测公司 2015-2017 年 EPS 为 0.23/0.27/0.31 元, 参考转型龙头公司, 并考虑公司大股东在体育产业的布局有望继续超市场预期给予一定估值溢价, 维持目标价 15.0 元, 对应 2016 年 55.6 倍 PE。
- **拉链主业难有高速增长, 预计未来每年个位数增长。**公司是服装辅料行业龙头, 旗下 SBS 品牌拉链全球知名度仅次于日本 YKK。但我们认为服装辅料行业受制于服装生产和消费等下游行业, 随全球经济低迷、东南亚服装行业兴起以及国内服装消费增速放缓, 未来主业难以有较高增速。公司多次公开披露将寻找除拉链外的第二主业。
- **定增对象包含篮球新星, 未来体育及大健康等方向值得关注。**公司近期定增获批, 将募资 3 亿元, 锁定三年。发行对象包括浔兴集团、厦门时位、林志强和王哲林, 其中王哲林是效力于国家队的现任篮球运动员, 使公司加深了与体育的羁绊。公司在年报中声称, 现有客户和自身资源与国民消费升级相关的大健康大消费产业高度契合, 有效整合将迅速产生协同效应, 我们认为公司转型体育预期较强。
- **CBA 商业进程加快, 集团公司旗下俱乐部有望扭亏为盈。**1) 2016 年 1 月 16 日, 姚明牵头成立中职篮, 1 月 19 日篮协跟随成立 CBA 联赛公司, CBA 商业化进程明显加快, 预计商业化后, 篮球俱乐部盈利能力会大幅上升, 有望扭亏为盈。2) 预计浔兴俱乐部扭亏为盈后才有望注入上市公司。公司已公告转型体育方向, 旗下有福建浔兴男篮俱乐部资产, 我们预计在俱乐部扭亏为盈后有望注入上市公司。
- **风险提示:**公司转型进程不达市场预期; 服装消费走低波及主业。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,006	1,050	1,055	1,105	1,214
(+/-)%	8%	4%	1%	5%	10%
经营利润 (EBIT)	116	121	118	127	137
(+/-)%	33%	5%	-2%	7%	8%
净利润	61	78	82	97	112
(+/-)%	67%	29%	5%	18%	16%
每股净收益 (元)	0.17	0.22	0.23	0.27	0.31
每股股利 (元)	0.20	0.11	0.05	0.05	0.05
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	11.5%	11.6%	11.2%	11.5%	11.3%
净资产收益率 (%)	9.5%	11.4%	10.9%	11.7%	12.2%
投入资本回报率 (%)	9.7%	9.8%	9.7%	11.0%	12.5%
EV/EBITDA	14.4	13.6	28.3	26.0	23.8
市盈率	78.7	61.0	58.0	49.1	42.4
股息率 (%)	1.5%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	15.00
上次预测:	15.00
当前价格:	9.57
	2016.02.02

交易数据

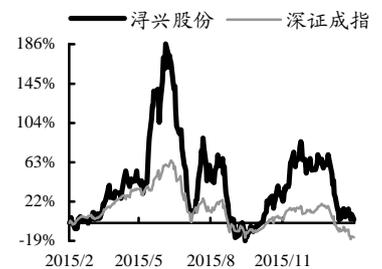
52 周内股价区间 (元)	7.45-54.94
总市值 (百万元)	3,426
总股本/流通 A 股 (百万股)	358/199
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	56%
日均成交量 (百万股)	948.34
日均成交值 (百万元)	130.42

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	731
每股净资产	2.04
市净率	4.7
净负债率	45.10%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.02	0.01
Q2	0.13	0.14
Q3	0.04	0.05
Q4	0.03	0.03
全年	0.22	0.23

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-38%	-21%	4%
相对指数	-12%	-2%	19%

相关报告

- 《百变霓裳, 不是“皇帝的新装”(一)》
2016.01.08
- 《客户结构进一步调整, 条装比例明显上升》
2011.08.02
- 《10 年业绩同比增速将达到 80% 以上》
2010.10.25
- 《收入增长、利润率提升双引擎驱动业绩反转》
2010.09.06
- 《09 年业绩仍难以回升》
2009.04.28

模型更新时间: 2016.02.02

股票研究

可选消费品
纺织服装业

得兴股份 (002098)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.00

上次预测: 15.00

当前价格: 9.57

公司网址

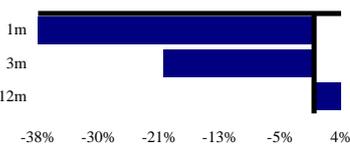
www.sbszipper.com.cn

公司简介

公司是中国拉链行业品种、规格最齐全,综合实力最强的生产企业,也是中国拉链国家标准及行业标准制定的组长单位,公司的拉链品牌 SBS 已成为中国驰名商标,并同时通过了 ISO9001 质量体系认证产品认证、ISO14001 环境管理体系认证。

公司目前向客户提供金属、尼龙、塑钢三大系列的各种优质码装和成品拉链,包括各种规格型号的拉头及拉链配件以及各种规格型号的金属、树脂、木质等

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

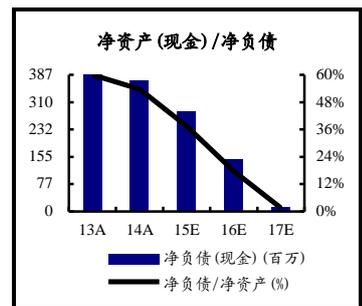
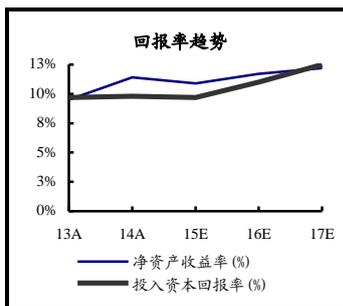
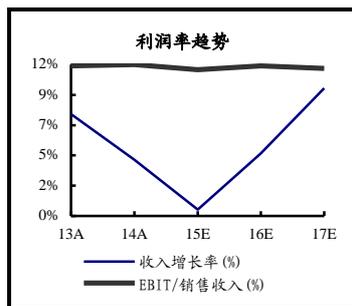
7.45-54.94

市值 (百万)

3,426

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	1,006	1,050	1,055	1,105	1,214
营业成本	712	735	738	771	848
税金及附加	7	8	8	8	9
销售费用	72	79	81	85	93
管理费用	100	106	110	115	126
EBIT	116	121	118	127	137
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
财务费用	37	33	26	20	12
营业利润	74	82	89	108	126
所得税	13	17	18	21	25
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	61	78	82	97	112
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	111	109	112	129	141
其他流动资产	2	3	1	1	1
长期投资	42	41	40	40	40
固定资产合计	579	618	649	602	553
无形资产及其他资产	102	107	109	106	102
资产合计	1,318	1,377	1,426	1,397	1,393
流动负债	673	685	671	561	463
非流动负债	3	6	5	5	5
股东权益	641	687	751	830	925
投入资本(IC)	986	1,018	995	939	899
现金流量表					
NOPLAT	96	99	97	104	112
折旧与摊销	55	58	60	62	64
流动资金增量	20	14	34	5	-12
资本支出	-45	-108	-82	-1	-1
自由现金流	125	63	109	170	163
经营现金流	153	154	199	175	167
投资现金流	-44	-77	-81	0	0
融资现金流	-112	-78	-114	-158	-154
现金流净增加额	-3	-1	4	17	12
财务指标					
成长性					
收入增长率	7.8%	4.3%	0.5%	4.8%	9.8%
EBIT 增长率	32.7%	4.7%	-2.5%	7.0%	8.4%
净利润增长率	67.3%	29.0%	5.1%	18.3%	15.6%
利润率					
毛利率	29.3%	30.0%	30.0%	30.3%	30.1%
EBIT 率	11.5%	11.6%	11.2%	11.5%	11.3%
净利润率	6.0%	7.5%	7.8%	8.8%	9.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.5%	11.4%	10.9%	11.7%	12.2%
总资产收益率(ROA)	4.6%	5.7%	5.8%	7.0%	8.1%
投入资本回报率(ROIC)	9.7%	9.8%	9.7%	11.0%	12.5%
运营能力					
存货周转天数	109	112	112	105	98
应收账款周转天数	79	81	84	84	80
总资产周转天数	479	469	485	466	419
净利润现金含量	2.52	1.97	2.42	1.80	1.48
资本支出/收入	4%	10%	8%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	50.1%	47.3%	40.5%	33.6%
净负债率	60.4%	54.1%	37.7%	17.9%	1.5%
估值比率					
PE	78.7	61.0	58.0	49.1	42.4
PB	3.2	3.0	6.3	5.7	5.2
EV/EBITDA	14.4	13.6	28.3	26.0	23.8
P/S	2.1	2.0	4.5	4.3	3.9
股息率	1.5%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%



探路者 (300005)

“三体”协同发展，展望“合一”效应

——探路者首次覆盖报告

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 25.00

当前价格: 17.16

2016.02.02

	吕明 (分析师)	汲肖飞 (研究助理)
	0755-23976166	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006

本报告导读:

公司“户外用品+旅游+大体育”三大事业群协同发展，打造户外生态圈战略落地，我们看好公司未来收入和净利润逐步恢复高增长，“增持”评级。

投资要点:

- **首次覆盖给予“增持”评级。**公司构建“户外+旅游+体育”户外生态圈，为大众提供户外运动和体验式旅行的极致服务，未来业绩将恢复增长。我们预测公司 2015-17 年 EPS 为 0.52/0.70/0.87 元，参考户外行业估值水平给予目标价 25 元，对应 2016 年 36 倍 PE，“增持”评级。
- **战略明晰，“户外用品+旅游+大体育”三位一体。**1)公司招募 1,000 多名旅行规划师，上线 1,100 多条线路，2016 年 1 月公司开出首家户外旅行+O2O 体验店，旅游产品发力吸引客户出游；2)公司首家滑雪场于 2016 年 1 月开业，体育事业破冰，预计未来有更多体育项目储备落地。3)公司新开首家户外生活体验馆，未来将改变单一的户外用品销售职能，将户外、旅行、体育线下融合，提供一站式购物体验。
- **定增过会，户外生态圈布局逐步推进。**公司拟定增 12.8 亿元投资探路者云、绿野 O2O、户外用品垂直电商及户外安全保障服务平台等项目，为用户提供户外生活整体解决方案，公司核心竞争力将进一步加强。此外公司在天津设立社群生态创新中心，组织集团副总裁以上的管理者加入，促进户外生态圈的业务协同；向自有投资平台天津新起点增资 1 亿元，加强对优质项目的投资夯实社群生态建设。
- **户外用品承压，旅游板块有望扭亏。**受旅游板块并表影响，公司 2015 年实现营收约 37.6 亿元，增长近 120%，其中户外用品主业受消费环境低迷影响，实现收入 18.1 亿，收入增速下滑。2015 年易游天下预计实现收入约 30 亿，较 14 年大幅增长，净亏损约 2,000 万。未来公司旅游业务加速推进，我们预计旅游收入将保持高速增长，实现扭亏。
- **风险提示：**投资项目收益不达预期、协同效应不达预期等

交易数据

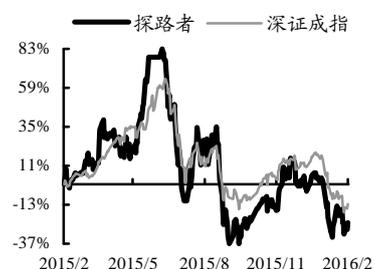
52 周内股价区间 (元)	13.91-44.39
总市值 (百万元)	8,815
总股本/流通 A 股 (百万股)	514/348
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	68%
日均成交量 (百万股)	1715.06
日均成交值 (百万元)	372.91

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,296
每股净资产	2.52
市净率	6.8
净负债率	-16.56%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.15	0.18
Q2	0.09	0.06
Q3	0.11	0.05
Q4	0.23	0.25
全年	0.57	0.52

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-25%	-9%	-25%
相对指数	-1%	6%	-11%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,445	1,715	3,760	5,813	8,525
(+/-)%	31%	19%	119%	55%	47%
经营利润 (EBIT)	303	364	269	376	469
(+/-)%	41%	20%	-26%	40%	25%
净利润	249	294	265	362	445
(+/-)%	47%	18%	-10%	37%	23%
每股净收益 (元)	0.48	0.57	0.52	0.70	0.87
每股股利 (元)	0.15	0.25	0.20	0.25	0.29
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	20.9%	21.2%	7.2%	6.5%	5.5%
净资产收益率 (%)	24.1%	23.5%	18.7%	22.0%	22.9%
投入资本回报率 (%)	96.0%	84.1%	106.2%	2461.0%	540.1%
EV/EBITDA	18.0	18.2	23.7	16.0	12.4
市盈率	31.2	26.4	29.3	21.5	17.4
股息率 (%)	1.0%	1.7%	1.3%	1.7%	1.9%

模型更新时间: 2016.02.02

股票研究

可选消费品
纺织服装业

探路者 (300005)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 25.00

当前价格: 17.16

公司网址

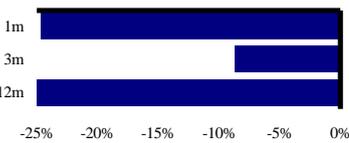
www.toread.com.cn

公司简介

公司是中国最大的户外用品企业, 市场销售量和市场占有率排名第一, 拥有自主知识产权的驰名商标“探路者”, 也是销售量前三名中唯一的民族品牌。

公司以“周全的户外保护”为品牌基础, 广泛采用新材料、新技术、新工艺, 不断推出功能性强、款式新颖、品质可靠的户外用品。

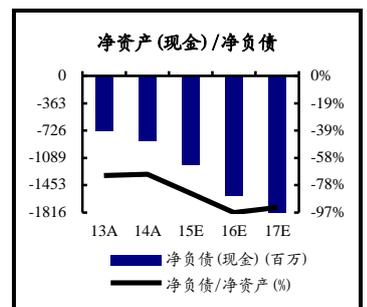
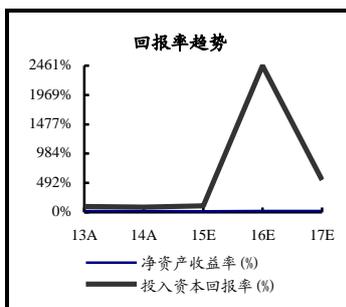
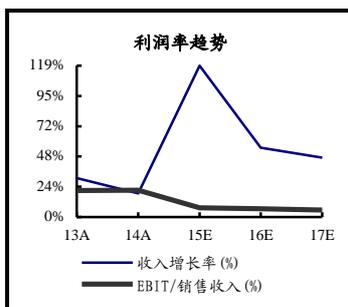
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 13.91-44.39
市值 (百万) 8,815

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	1,445	1,715	3,760	5,813	8,525
营业成本	722	878	2,592	4,001	5,865
税金及附加	10	12	26	41	60
销售费用	253	287	590	930	1,407
管理费用	157	175	282	465	725
EBIT	303	364	269	376	469
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	3	3	3
财务费用	-10	-11	-19	-21	-23
营业利润	267	324	291	400	495
所得税	41	50	45	62	76
少数股东损益	-7	-12	-11	-15	-19
净利润	249	294	265	362	445
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	731	874	1,278	1,798	2,115
其他流动资产	4	9	0	0	0
长期投资	49	56	56	56	56
固定资产合计	240	233	218	204	189
无形及其他资产	9	99	51	52	54
资产合计	1,489	1,767	3,467	3,858	5,967
流动负债	439	463	1,921	1,994	3,725
非流动负债	0	9	100	200	300
股东权益	1,034	1,251	1,413	1,646	1,942
投入资本(IC)	270	368	215	13	74
现金流量表					
NOPLAT	259	309	228	319	398
折旧与摊销	13	14	8	8	8
流动资金增量	-47	-9	-47	164	-94
资本支出	-5	-8	63	13	13
自由现金流	220	306	252	504	325
经营现金流	218	291	251	518	347
投资现金流	-54	-87	65	15	15
融资现金流	-21	-61	87	-13	-46
现金流净增加额	144	143	403	520	317
财务指标					
成长性					
收入增长率	30.7%	18.7%	119.2%	54.6%	46.7%
EBIT 增长率	41.3%	20.2%	-26.1%	39.7%	24.6%
净利润增长率	47.5%	18.3%	-10.1%	36.7%	23.1%
利润率					
毛利率	50.0%	48.8%	31.1%	31.2%	31.2%
EBIT 率	20.9%	21.2%	7.2%	6.5%	5.5%
净利润率	17.2%	17.2%	7.0%	6.2%	5.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	24.1%	23.5%	18.7%	22.0%	22.9%
总资产收益率(ROA)	16.7%	16.7%	7.6%	9.4%	7.5%
投入资本回报率(ROIC)	96.0%	84.1%	106.2%	2461.0%	540.1%
运营能力					
存货周转天数	115	123	123	123	123
应收账款周转天数	14	22	22	22	22
总资产周转天数	325	347	254	230	210
净利润现金含量	0.88	0.99	0.95	1.43	0.78
资本支出/收入	0%	0%	-2%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	29.5%	26.7%	58.3%	56.9%	67.5%
净负债率	-70.7%	-69.9%	-83.4%	-97.1%	-93.5%
估值比率					
PE	31.2	26.4	29.3	21.5	17.4
PB	6.2	6.2	5.5	4.7	4.0
EV/EBITDA	18.0	18.2	23.7	16.0	12.4
P/S	4.4	4.5	2.1	1.3	0.9
股息率	1.0%	1.7%	1.3%	1.7%	1.9%



三夫户外 (002780)

专业级户外玩家，构筑全方位运动服务

——三夫户外更新报告

	吕明 (分析师)	瞿猛 (分析师)
	0755-23976166	021-38676442
	lvming@gtjas.com	zimeng@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880513120002

本报告导读:

户外运动行业或将复制欧美路径步入高速成长期，公司作为国内户外零售龙头公司将拓展品类和渠道，提高市场集中度；并深度挖掘会员资源，向活动赛事等方向扩展。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**从专业户外领域逐步切入大体育和健身休闲市场，公告 2015 年业绩同比上涨。上调公司 2015-17 年 EPS 预测为 0.47/0.54/0.63 元，考虑到体育行业巨大潜能和公司次新股属性给予一定溢价，目标价 90.90 元，对应 2016 年 5 倍 P/S，维持增持评级。
- **户外运动行业步入高速增长时期，市场发展空间巨大。**现代户外用品行业在欧美已有近百年发展历史，已形成近千亿规模市场，行业龙头市占率超过 20%。随着国内收入水平提升和健康生活观念的深入人心，户外运动行业正步入高速增长时期，2009-2014 年复合增速达 27%，2014 年销售额达 200.8 亿元，但目前行业龙头市场份额不足 2%。我国户外运动行业总规模、行业集中度等方面仍然有巨大提升空间。
- **公司在业内声名显赫，未来有望依托会员成为户外运动销售、培训、组织全方位服务商。**公司自 1997 年开始深耕户外运动市场，2014 年拥有 16 万会员，会员消费占比已达 64%。不同于市场对公司户外用品渠道商的定位，我们认为公司未来有望进一步盘活会员资源，进一步发展已有的户外活动组织、赛事举办等服务，推动户外运动的发展，构筑商品销售、活动组织、赛事举办全方位户外运动服务体系。
- **参考美国 REI 发展方向，行业存在外延扩张预期。**1) 自有品牌是行业重要发展方向。参考全球户外零售龙头 REI，其自有品牌收入占比约 30%，我们预计业内公司或将并购户外服装品牌来增加自有品牌销售占比。2) 户外市场集中度提升。国内户外用品零售商市场分散且有地域局限性，我们预计业内公司可通过并购快速覆盖全国市场。
- **风险提示：**宏观经济下滑拖累消费市场；公司开店项目进程较缓。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	284	292	389	436	501
(+/-)%	20%	3%	33%	12%	15%
经营利润 (EBIT)	48	43	39	43	50
(+/-)%	19%	-10%	-9%	10%	17%
净利润	33	28	32	36	42
(+/-)%	17%	-15%	13%	14%	17%
每股净收益 (元)	0.49	0.42	0.47	0.54	0.63
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.05	0.05	0.05
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	16.8%	14.7%	10.1%	9.9%	10.1%
净资产收益率 (%)	18.2%	14.1%	8.2%	8.7%	9.3%
投入资本回报率 (%)	28.1%	23.0%	13.7%	19.1%	14.0%
EV/EBITDA	31.0	33.5	49.4	43.2	38.2
市盈率	65.8	77.0	67.8	59.4	50.9
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	90.90
上次预测:	45.00
当前价格:	75.75
	2016.02.02

交易数据

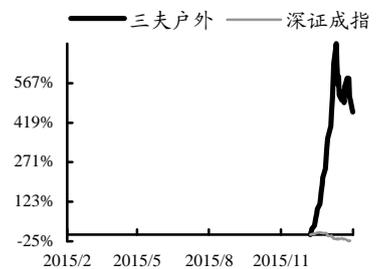
52 周内股价区间 (元)	12.43-112.88
总市值 (百万元)	5,075
总股本/流通 A 股 (百万股)	67/17
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	259.07
日均成交值 (百万元)	236.96

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	209
每股净资产	3.11
市净率	24.3
净负债率	0.00%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-	0.01
Q2	-	0.05
Q3	-	0.10
Q4	0.42	0.31
全年	0.42	0.47

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	0%	0%
相对指数	48%	19%	15%

相关报告

《户外运动领跑者，扬帆起航勇闯天涯》
2015.12.24

模型更新时间: 2016.02.02

股票研究

可选消费品
纺织服装业

三夫户外 (002780)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 90.90

上次预测: 45.00

当前价格: 75.75

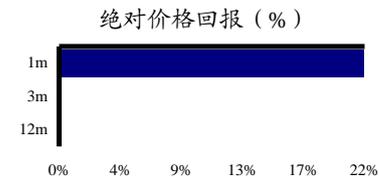
公司网址

www.sanfo.com

公司简介

公司的主营业务为户外用品的连锁零售。

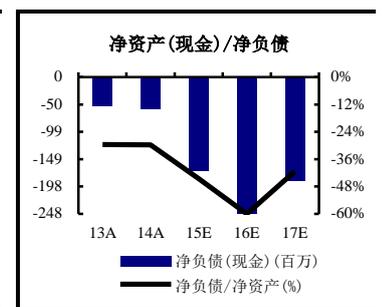
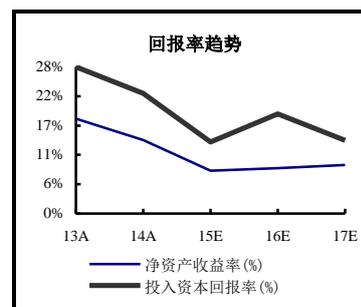
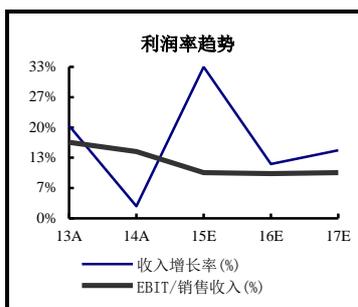
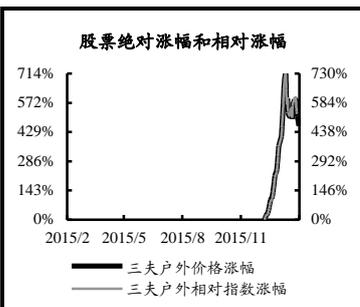
公司发展至今已有 10 年历史,截至 2007 年 5 月,公司在北京、上海拥有 6 家直营连锁店,在其它城市拥有多家加盟店。



52 周价格范围 12.43-112.88
市值 (百万) 5,075

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	284	292	389	436	501
营业成本	166	164	223	252	291
税金及附加	2	3	3	3	4
销售费用	53	61	95	108	122
管理费用	16	20	29	30	33
EBIT	48	43	39	43	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
财务费用	3	4	-2	-4	-4
营业利润	43	37	42	48	56
所得税	11	10	11	12	14
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	33	28	32	36	42
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	59	65	170	251	192
其他流动资产	1	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	12	12	11	10	9
无形及其他资产	5	6	6	6	6
资产合计	231	252	449	488	544
流动负债	52	54	65	69	83
非流动负债	0	0	1	3	6
股东权益	179	198	383	416	455
投入资本(IC)	126	139	214	168	268
现金流量表					
NOPLAT	35	32	29	32	38
折旧与摊销	2	3	1	1	1
流动资金增量	-32	-11	-83	45	-101
资本支出	-17	-4	1	1	1
自由现金流	-11	21	-52	78	-62
经营现金流	3	17	-46	81	-59
投资现金流	-17	-4	1	1	2
融资现金流	0	-8	150	-1	-1
现金流净增加额	-13	6	105	80	-58
财务指标					
成长性					
收入增长率	20.4%	2.7%	33.4%	12.0%	15.0%
EBIT 增长率	19.2%	-9.8%	-8.6%	9.9%	17.1%
净利润增长率	17.3%	-14.5%	13.4%	14.3%	16.6%
利润率					
毛利率	41.6%	43.6%	42.7%	42.2%	42.0%
EBIT 率	16.8%	14.7%	10.1%	9.9%	10.1%
净利润率	11.5%	9.6%	8.1%	8.3%	8.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.2%	14.1%	8.2%	8.7%	9.3%
总资产收益率(ROA)	14.1%	11.0%	7.0%	7.4%	7.7%
投入资本回报率(ROIC)	28.1%	23.0%	13.7%	19.1%	14.0%
运营能力					
存货周转天数	272	294	294	294	294
应收账款周转天数	4	11	11	11	11
总资产周转天数	282	303	329	393	376
净利润现金含量	0.10	0.62	-1.46	2.23	-1.41
资本支出/收入	6%	1%	0%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	22.7%	21.6%	14.6%	14.8%	16.4%
净负债率	-29.4%	-29.5%	-44.2%	-59.5%	-41.0%
估值比率					
PE	65.8	77.0	67.8	59.4	50.9
PB	8.9	8.1	5.6	5.2	4.7
EV/EBITDA	31.0	33.5	49.4	43.2	38.2
P/S	5.6	5.5	5.5	4.9	4.3
股息率	0.6%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%



嘉麟杰 (002486)

从高端户外供应商向自营品牌升级

——嘉麟杰更新报告

	吕明 (分析师)	汲肖飞 (研究助理)
	0755-23976166	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006

本报告导读:

市场对公司产品技术壁垒和自有品牌发展认识不充分。户外强调专业性和功能性，公司作为欧美品牌供应商有绝对优势；公司自营品牌经三年积累将步入快速增长阶段。

投资要点:

- 下调为“谨慎增持”评级。高端户外面料公司，业绩预告由三季报预亏 0.8 亿元修正为预亏 1.15 亿元。下调公司 15-17 年 EPS 预测为 -0.12/0.00/0.04 元，分别下调了 0.07/0.08/0.08 元。考虑到市场对公司户外面料产品的壁垒和自营品牌的发展进度均未有充分认知，给予 2016 年 4.7 倍 P/S 估值，目标价 4.80 元，谨慎增持评级。
- 户外用品行业不止是冲锋衣，更是高科技的结晶。普通消费者对户外用品市场的认知更偏向于旅游休闲属性，因此近年冲锋衣、登山鞋等单品出现消费热潮。但实际上专业的户外产品需要面临严寒雨雪等极端天气考验，因此对产品功能性的要求非常高。
- 公司针织面料等产品具有极高的技术壁垒。目前户外供应商市场大致分为欧美、日韩和国内三个档次，欧美户外产品的技术远远领先于其他地区。而嘉麟杰作为欧美顶级户外品牌的供应商，其技术在全球均处于领先地位。其生产的针织面料大多为国际先进技术水平，并且作为 ODM 厂商深度参与国外品牌商的面料设计过程。2014 年，公司前三大客户为 Icebreaker、Polartec、Kathmandu，销售额占比 65%。
- 利用面料等供应链优势，打造自营品牌。公司 2012 年将自有品牌蓝图落地，着手打造“地球科学家”(Kroceus)和“优越自然”(Super Natural)。KR 品牌主要针对国内市场，SN 品牌着力布局海外渠道。前期运营成本和费用支出较大，经过摸索后逐步采取提升单店销售、借力互联网新渠道的措施。KR 团队还主导建设了嘉麟杰美学中心，为特定人群提供个性化服务，解决特定需求。

风险提示：出口业务持续低迷；内销建设进程较缓。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	896	873	698	743	825
(+/-)%	11%	-3%	-20%	6%	11%
经营利润 (EBIT)	89	50	-97	11	39
(+/-)%	97%	-44%	-295%	111%	257%
净利润	99	28	-96	4	37
(+/-)%	149%	-72%	-447%	104%	908%
每股净收益 (元)	0.12	0.03	-0.12	0.00	0.04
每股股利 (元)	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	9.9%	5.7%	-13.9%	1.5%	4.7%
净资产收益率 (%)	9.5%	2.7%	-10.2%	0.4%	3.8%
投入资本回报率 (%)	8.9%	4.3%	-9.0%	0.9%	3.6%
EV/EBITDA	11.5	35.4	-95.6	59.9	40.7
市盈率	35.6	127.1	-36.6	962.6	95.5
股息率 (%)	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%

评级: **谨慎增持**

上次评级: 增持

目标价格: **4.80**

上次预测: 6.65

当前价格: 4.39

2016.02.02

交易数据

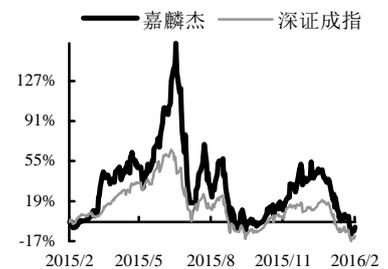
52 周内股价区间 (元)	4.04-12.32
总市值 (百万元)	3,652
总股本/流通 A 股 (百万股)	832/801
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	3072.45
日均成交值 (百万元)	190.02

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	975
每股净资产	1.17
市净率	3.7
净负债率	37.21%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.02	-0.02
Q2	0.02	-0.02
Q3	0.00	-0.01
Q4	-0.01	-0.07
全年	0.03	-0.12

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-30%	-14%	-5%
相对指数	-6%	1%	10%

模型更新时间: 2016.02.02

股票研究

可选消费品
纺织服装业

嘉麟杰 (002486)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 4.80

上次预测: 6.65

当前价格: 4.39

公司网址

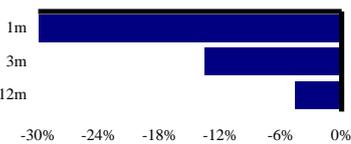
www.challenge-21c.com

公司简介

公司是国内户外运动功能性面料领域的翘楚。

公司专注于功能性面料的研发与生产, 主营产品包括起绒类面料、纬编羊毛面料和运动型功能面料等三大类产品。公司在中国纺织工业协会评选的 2008-2009 年度针织行业竞争力十强中位列前三甲, 行业地位突出。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

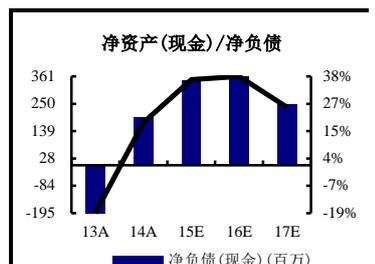
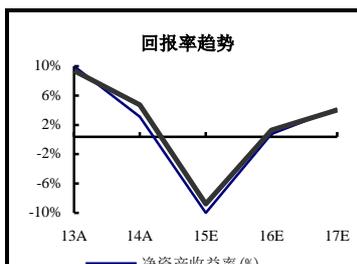
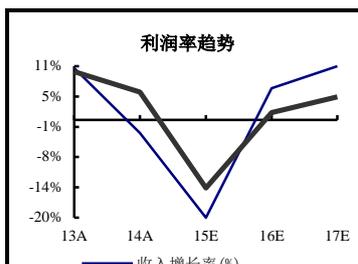
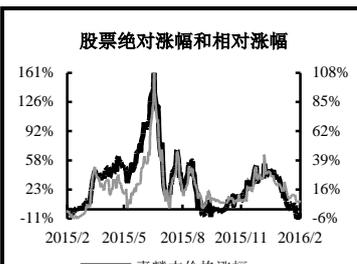
4.04-12.32

市值 (百万)

3,652

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	896	873	698	743	825
营业成本	651	619	557	523	563
税金及附加	1	1	1	1	1
销售费用	89	112	112	104	107
管理费用	66	91	126	104	116
EBIT	89	50	-97	11	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	8	12	16
财务费用	4	27	20	24	16
营业利润	83	22	-111	-3	37
所得税	21	3	0	0	2
少数股东损益	0	-4	-11	0	5
净利润	99	28	-96	4	37
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	308	287	280	200	200
其他流动资产	0	47	30	30	30
长期投资	11	211	218	218	218
固定资产合计	484	651	783	743	702
无形及其他资产	47	65	66	63	60
资产合计	1,231	1,660	1,730	1,650	1,592
流动负债	197	290	459	374	282
非流动负债	0	320	321	321	321
股东权益	1,035	1,027	938	942	970
投入资本(IC)	829	1,034	1,080	1,098	1,018
现金流量表					
NOPLAT	73	45	-97	10	37
折旧与摊销	46	55	57	54	54
流动资金增量	-84	13	81	-64	27
资本支出	-70	-234	-186	-3	-3
自由现金流	-33	-122	-145	-3	115
经营现金流	77	70	46	1	117
投资现金流	-88	-434	-185	9	13
融资现金流	41	347	132	-90	-130
现金流净增加额	30	-17	-7	-80	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	10.6%	-2.7%	-20.0%	6.5%	11.0%
EBIT 增长率	96.9%	-44.2%	-295.2%	111.1%	257.2%
净利润增长率	148.7%	-72.0%	-447.0%	103.8%	908.2%
利润率					
毛利率	27.4%	29.1%	20.3%	29.6%	31.8%
EBIT 率	9.9%	5.7%	-13.9%	1.5%	4.7%
净利润率	11.0%	3.2%	-13.7%	0.5%	4.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.5%	2.7%	-10.2%	0.4%	3.8%
总资产收益率(ROA)	8.0%	1.7%	-5.5%	0.2%	2.3%
投入资本回报率(ROIC)	8.9%	4.3%	-9.0%	0.9%	3.6%
运营能力					
存货周转天数	114	112	108	108	100
应收账款周转天数	33	48	60	60	60
总资产周转天数	476	605	886	830	717
净利润现金含量	0.78	2.53	-0.47	0.22	3.20
资本支出/收入	8%	27%	27%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	16.0%	36.7%	45.0%	42.1%	37.9%
净负债率	-18.8%	19.0%	37.0%	38.3%	25.4%
估值比率					
PE	35.6	127.1	-36.6	962.6	95.5
PB	1.7	3.4	3.7	3.7	3.6
EV/EBITDA	11.5	35.4	-95.6	59.9	40.7
P/S	2.0	4.0	5.0	4.7	4.3
股息率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		