

纺织服装业/可选消费品

贵人鸟 (603555)

丰富后端品牌矩阵，预计加快体育服务布局

——贵人鸟获 AND1 公司授权点评报告

	吕明 (分析师)	姚咏絮 (研究助理)	于健 (研究助理)
	0755-23976166	021-38676520	0755-23976112
	lvming@gtjas.com	yaoyongxu@gtjas.com	yujian017502@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880116030030	S0880116090224

本报告导读：

公司获得 AND1 授权，快速切入专业篮球装备市场。员工持股计划到期提供安全边际。未来预计持续收购国外潮牌，在体育服务扩张速度有望超市场预期，维持增持评级。

投资要点：

- **维持“增持”评级。**公司定位大众体育市场，获得 AND1 授权，丰富后端变现品牌矩阵。一期员工持股计划 9 月 25 日到期，成交均价约 22.48 元/股，具备一定安全边际。我们维持 2016-18 年 EPS 预测 0.58/0.74/0.89 元，维持目标价 39.28 元，对应 2017 年 53 倍 PE。
- **获得国外运动潮牌 AND1 30 年大中华地区授权。**1) 公司于 2016 年 10 月 11 日公告，与美国 AND1 公司签署《AND1 授权协议》，以不少于 2,603.72 万美元获得大中华地区制造推广产品及商标授权，有效期至 2047 年 6 月 30 日。2) AND1 是国际知名篮球潮牌，于 1993 年在美国芝加哥创立。产品包括篮球鞋服、T 恤及配件，畅销全球 70 多个国家。其注册公司 Sequential Brands Group, Inc. 在纳斯达克上市，2015 年实现收入/净利润 8,826 万/241 万美元。
- **快速切入专业篮球装备市场，丰富后端变现品牌矩阵。**1) 定位大众体育市场，篮球具备良好群众基础，公司通过引进 AND1 可快速切入专业篮球装备市场。2) 通过虎扑及康湃思实现对 AND1 导流引流，杰之行和名鞋库全渠道运营 AND1 品牌。丰富后端变现品牌矩阵，持续推进多品牌体育用品战略，增强公司项目协同效应。
- **体育生态圈日趋完善，预计在体育服务扩张速度超市场预期。**1) 公司定位大众体育战略日趋完善，后端变现持续发力，发展主品牌同时预计将持续收购国外运动潮牌，实现多品牌矩阵全渠道多市场运营。2) 预计通过外延快速完善生态圈布局，公司 1.2 亿美元增资香港子公司，有望在球员经纪、健身行业等新兴体育服务行业加速项目落地。
- **风险提示：**主业持续低迷、国外品牌运营不及预期、收购失败等。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,920	1,969	2,040	3,770	4,360
(+/-)%	-20%	3%	4%	85%	16%
经营利润 (EBIT)	434	520	553	953	1,052
(+/-)%	-28%	20%	7%	72%	10%
净利润	312	332	356	455	546
(+/-)%	-26%	6%	7%	28%	20%
每股净收益 (元)	0.51	0.54	0.58	0.74	0.89
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	22.6%	26.4%	27.1%	25.3%	24.1%
净资产收益率 (%)	14.0%	13.9%	13.6%	15.4%	16.2%
投入资本回报率 (%)	13.9%	27.2%	24.5%	21.0%	36.3%
EV/EBITDA	33.5	27.8	26.6	17.1	13.8
市盈率	51.4	48.4	45.1	35.3	29.4
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：39.28

上次预测：39.28

当前价格：26.15

2016.10.12

交易数据

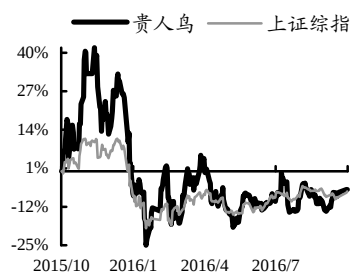
52 周内股价区间 (元)	20.64-41.50
总市值 (百万元)	16,056
总股本/流通 A 股 (百万股)	614/114
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	19%
日均成交量 (百万股)	256.21
日均成交值 (百万元)	65.92

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,267
每股净资产	3.69
市净率	7.1
净负债率	26.92%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.12	0.13
Q2	0.16	0.12
Q3	0.05	0.07
Q4	0.21	0.26
全年	0.54	0.58

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	5%	-7%
相对指数	5%	2%	0%

相关报告

《泛体育生态圈加速落地，未来变现可期》
2016.09.01《纺织服装行业转型新行业之“体育篇”》
2016.02.02

模型更新时间: 2016.10.12

股票研

可选消费品
纺织服装业

贵人鸟 (603555)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 39.28

上次预测: 39.28

当前价格: 26.15

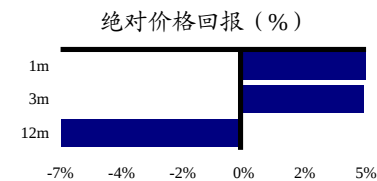
公司网址

www.k-bird.com

公司简介

公司是国内知名的运动鞋服品牌企业,主要从事贵人鸟品牌运动鞋服的研发、生产和销售。

目前,公司主要产品为贵人鸟品牌运动鞋及运动服装,分为“专业运动”和“运动休闲”两大系列,公司产品主要用于消费者进行体育活动、休闲生活的场合穿着,运动鞋和运动服装的生产模式不同,其中运动鞋主要由公司自主生产,运动服装则向外协厂采购,公司将重点放在设计研发、质量控制、品牌运营和销售渠道管控等环节。



52 周价格范围 20.64-41.50
市值 (百万) 16,056

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

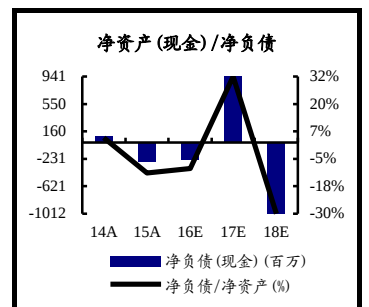
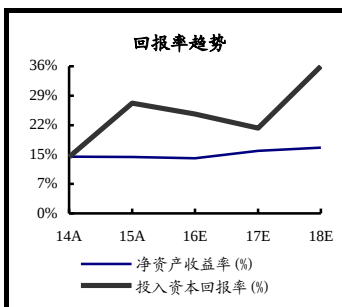
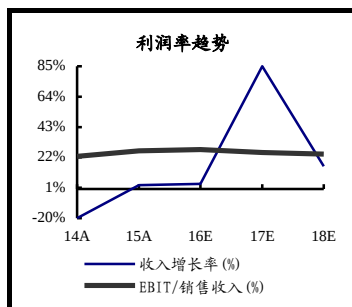
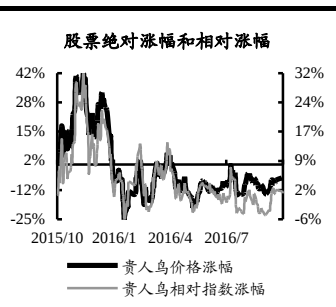
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,920	1,969	2,040	3,770	4,360
营业成本	1,132	1,079	1,163	2,181	2,572
税金及附加	15	17	18	33	38
销售费用	193	203	143	264	305
管理费用	145	150	163	339	392
EBIT	434	520	553	953	1,052
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	5	5	5
财务费用	51	96	-8	-6	-14
营业利润	372	377	479	836	1,152
所得税	105	114	123	214	295
少数股东损益	0	0	0	167	311
净利润	312	332	356	455	546
货币资金、交易性金融资产	1,193	1,678	1,047	10	1,812
其他流动资产	428	20	0	0	0
长期投资	0	683	683	683	683
固定资产合计	597	614	591	569	547
无形资产及其他资产	151	208	135	138	142
资产合计	4,206	4,827	4,284	5,751	6,151
流动负债	1,150	1,622	869	1,835	1,498
非流动负债	819	820	796	798	801
股东权益	2,236	2,383	2,617	2,949	3,372
投入资本(IC)	2,332	1,421	1,683	3,373	2,156
NOPLAT	324	386	412	709	783
折旧与摊销	48	47	40	39	38
流动资金增量	-246	192	-188	-1,836	1,281
资本支出	-162	-82	57	-21	-21
自由现金流	-35	544	320	-1,109	2,081
经营现金流	97	599	-46	-1,047	2,095
投资现金流	-962	-556	61	-16	-16
融资现金流	1,065	215	-647	26	-277
现金流净增加额	200	258	-631	-1,037	1,802
收入增长率	-20.2%	2.6%	3.6%	84.8%	15.7%
EBIT 增长率	-27.5%	19.7%	6.5%	72.1%	10.5%
净利润增长率	-26.3%	6.3%	7.3%	27.7%	20.0%
利润率					
毛利率	41.0%	45.2%	43.0%	42.1%	41.0%
EBIT 率	22.6%	26.4%	27.1%	25.3%	24.1%
净利润率	16.3%	16.9%	17.5%	12.1%	12.5%
净资产收益率(ROE)	14.0%	13.9%	13.6%	15.4%	16.2%
总资产收益率(ROA)	7.4%	6.9%	8.3%	7.9%	8.9%
投入资本回报率(ROIC)	13.9%	27.2%	24.5%	21.0%	36.3%
存货周转天数	51	65	65	65	65
应收账款周转天数	252	233	233	233	233
总资产周转天数	662	837	815	486	498
净利润现金含量	0.31	1.81	-0.13	-2.30	3.84
资本支出/收入	8%	4%	-3%	1%	0%
资产负债率	46.8%	50.6%	38.9%	45.8%	37.4%
净负债率	4.3%	-11.7%	-9.6%	31.9%	-30.0%
PE	51.4	48.4	45.1	35.3	29.4
PB	7.2	6.7	6.1	5.4	4.8
EV/EBITDA	33.5	27.8	26.6	17.1	13.8
P/S	8.4	8.2	7.9	4.3	3.7
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%



目录

1. 获得 AND1 授权, 丰富后端品牌矩阵	5
2. 泛体育布局持续落地, 生态圈逐渐清晰	5
1.1. 公司战略定位大众市场, 打造大体育生态圈	5
1.2. 泛体育生态布局落地持续加快有望超市场预期	6
3. 去中心化时代, 公司精准定位大众体育市场	7
4. 体育运动: 线上布局体育流量入口, 线下设立产业基金	9
4.1. 参股虎扑, 布局体育流量入口	9
4.1.1. 虎扑是体育垂直网站龙头, 具备优异线上线下赛事运营能力	9
4.1.2. 虎扑体育是体育产业重要的线上流量入口	10
4.1.2.1. 入口流量大, 潜在开发空间更为广阔	11
4.1.2.2. 用户粘性较高, 网络效应明显	12
4.2. 成立动域资本, 卡位智能体育市场	14
4.2.1. 互联网技术红利是体育产业发展的动力之一	14
4.2.2. 投资并购序幕拉开, 细分领域合力打造生态圈	14
4.2.2.1. 投资互联网+体育, 立足体育服务市场	14
4.2.2.2. 涉足多个细分领域, 打造泛体育娱乐生态	15
5. 体育运营: 切入校园体育和体育经纪, 涉及体育游戏开启 IP 内容变现	18
5.1. 瞄准校园体育, 抢占重要赛事 IP 入口	18
5.1.1. 我国校园体育快速发展, 品牌赛事价值高	18
5.1.2. 校园体育产业化程度较低, 发展空间大	19
5.2. 校园赛事运营空间广阔, 可产生巨大商业价值	19
5.2.1. NCAA 是优秀范例, 校园赛事带来高商业价值	19
5.2.2. 学生基数大、校园体育设施众多、政策利好, 推动赛事发展	21
5.3. 与大、中体协合作, 奠定校园体育产业领先地位	22
5.4. 投资西班牙经纪公司 BOY, 切入体育经纪领域	23
5.5. 增资星友科技, 开启体育 IP 内容变现	24
6. 体育用品: 主业逐渐复苏, 收购提高零售能力	25
6.1. 去库存后行业调整, 主业营收恢复增长	25
6.2. 收购杰之行 50.01% 股权, 重点布局线下多渠道	26
6.3. 收购名鞋库 51% 股权, 持续布局体育鞋服线上渠道	27
6.4. 定增过会, 加码建设服装自主供应链	28
7. 投资建议与盈利预测	29
8. 风险提示	29

图表目录

图 1: 公司通过前端获取流量, 后端进行两次变现	6
图 2: 公司泛体育生态圈战略规划	7
图 3: 公司体育生态圈布局已初见雏形	7
图 4: 职业体育的关注度和投资金额更高	8

图 5: 传统娱乐产业呈现“中心化”特征.....	8
图 6: 当前娱乐产业呈现“去中心化”的特点.....	8
图 7: 虎扑营业收入快速增长.....	10
图 8: 虎扑收入源于广告、增值服务、赛事营销.....	10
图 9: 虎扑 2016 “荣耀米兰”传奇球星中国赛.....	10
图 10: 虎扑“兄弟篮途”2V2 城市篮球联赛.....	10
图 11: 虎扑体育涵盖体育运动项目范围广, 重点项目挖掘细致.....	11
图 12: 我国经常参加体育段炼的人数增长迅速.....	12
图 13: 虎扑体育基本覆盖青年人群经常参加项目.....	12
图 14: 虎扑体育移动端是 PC 端的有力补充.....	12
图 15: 虎扑用户访问页面数远远领先竞争对手.....	13
图 16: 虎扑论坛是虎扑体育的流量核心.....	13
图 17: 虎扑在 PC 和移动端的访问量持续上涨.....	13
图 18: 互联网的信息优势可以助力体育产业发展.....	14
图 19: 贵人鸟在体育战略发布会推出“动域资本”.....	15
图 20: 动域资本官网展示的投资案例.....	15
图 21: 大体协的发展已初具规模.....	18
图 22: CUBA 百度搜索指数每年都在升高.....	18
图 23: 2015 年 NCAA 营收小幅下滑, 依然稳健.....	20
图 24: 美国总统奥巴马预测 NCAA 篮球四强及冠军.....	20
图 25: 2015 年 CUBA 男篮决赛现场.....	20
图 26: 2012 年 NCAA 男篮决赛现场人气火爆.....	20
图 27: 2012 年我国在校大学生人数远多于美国.....	21
图 28: 2012 年我国大学在校生人数增长.....	21
图 29: 赛事运营是体育产业链的核心.....	22
图 30: 2015 年安踏营收及利润恢复高增长 (亿元).....	25
图 31: 2015 年李宁摆脱持续亏损状态 (亿元).....	25
图 32: 公司近年来门店数目和面积持续下降.....	25
图 33: 公司门店结构积极向一二线城市调整.....	25
图 34: 2016H1 营收延续复苏态势.....	26
图 35: 2015 年公司净利润扭转下滑趋势.....	26
图 36: 杰之行线下门店.....	28
图 37: 名鞋库是运动鞋为主的垂直电商平台.....	28
表 1: 动域资本落实的投资项目覆盖领域相当广泛.....	15
表 2: 地方政策大力支持校园体育发展.....	22
表 3: 增资后贵人鸟持股 45%, 成为第一大股东.....	24
表 4: 星友科技旗下已签约众多明星体育手游项目.....	24

1. 获得 AND1 授权，丰富后端品牌矩阵

获得国外运动潮牌 AND1 30 年大中华地区授权，。1) 公司于 2016 年 10 月 11 日公告，与美国 AND1 公司签署《AND1 授权协议》，以不少于 2,603.72 万美元获得大中华区制造推广产品及商标授权，有效期至 2047 年 6 月 30 日。2) AND1 是国际知名篮球潮牌，于 1993 年在美国芝加哥创立。产品包括篮球鞋服、T 恤及配件，畅销全球 70 多个国家。其注册公司 Sequential Brands Group, Inc.在纳斯达克上市，2015 年实现收入/净利润 8,826 万/241 万美元。

快速切入专业篮球装备市场，丰富后端变现品牌矩阵。1) 定位大众体育市场，篮球具备良好群众基础，公司通过引进 AND1 可快速切入专业篮球装备市场。2) 通过虎扑及康湃思实现对 AND1 导流引流，杰之行和名鞋库全渠道运营 AND1 品牌。丰富后端变现品牌矩阵，持续推进多品牌体育用品战略，增强公司项目协同效应。

体育生态圈日趋完善，预计在体育服务扩张速度超市场预期。1) 公司定位大众体育战略日趋完善，后端变现持续发力，发展主品牌同时预计将持续收购国外运动潮牌，实现多品牌矩阵全渠道多市场运营。2) 预计通过外延快速完善生态圈布局，公司 1.2 亿美元增资香港子公司，有望在球员经纪、健身行业等新兴体育服务行业加速项目落地。

维持“增持”评级。公司定位大众体育市场，获得 AND1 授权，丰富后端变现品牌矩阵。一期员工持股计划 9 月 25 日到期，成交均价约 22.48 元/股，具备一定安全边际。我们维持 2016-18 年 EPS 预测 0.58/0.74/0.89 元，维持目标价 39.28 元，对应 2017 年 53 倍 PE。

2. 泛体育布局持续落地，生态圈逐渐清晰

1.1. 公司战略定位大众市场，打造大体育生态圈

我们认为，未来大众体育市场将迎来发展良机。1) 去中心化时代下海量体育 IP 崛起。随着信息技术的进步，体育 IP 将不再被少数电视媒体所垄断，更多有运动特长的草根群体有望崭露头角，大众体育赛事将发展起来。2) 移动互联网时代技术的发展能解决运动需求的痛点。国民对健康的追求已经显现，马拉松、健身等蔚为流行，而由于国内体育产业起步晚、商业化水平低，目前健身指导、场馆预定等环节均存在制约发展的痛点，互联网的应用将带来大众体育浪潮中的掘金机会。

公司战略定位大众体育市场布局体育产业。与阿里、乐视、腾讯等在职业体育市场上“大开大合”的巨头相比，贵人鸟和虎扑在业务体量、资金规模、人员储备等方面并不占优，其优势更多在于平民化市场积累：贵人鸟定位国内运动用品大众市场，对用户体育消费习惯具有深刻认识和积累；虎扑作为体育社区拥有海量运动爱好者的基础数据，可以精准识别大众用户运动爱好、运动频率及活动区域等信息。

因此公司选择深耕相对具有优势的大众体育市场，小投资撬动大行业，布局体育生态圈。

1.2. 泛体育生态布局落地持续加快有望超市场预期

公司全方位打造泛体育生态圈。贵人鸟以“全面满足每一个人的运动需求”为发展目标，重点布局参与人数巨大、消费潜力巨大和发展空间巨大的运动项目，涉足体育用品、体育运营和体育运动三大板块，打造大体育生态圈。

公司前端通过体育运动引流导流，后端通过体育运营内容和体育用品消费进行流量二次变现。公司战略定位大众体育，布局体育全产业链。首先通过线上体育社区、媒体、线下赛事吸引获取流量，然后通过内容端体育 IP 运营服务进行一次变现，最后通过体育用品进行流量二次变现，体育生态圈布局完善。

图 1：公司通过前端获取流量，后端进行两次变现

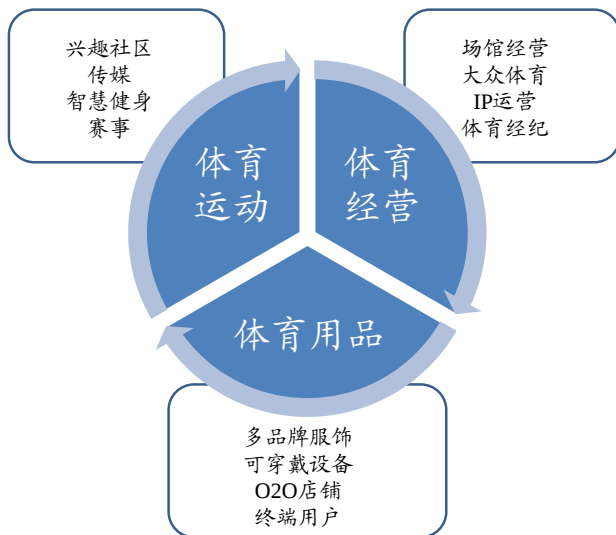


数据来源：国泰君安证券研究

- **体育运动板块参股虎扑获取流量，共同设立体育产业基金动域资本加速完善体育布局。**1) 公司通过泉晟投资获得虎扑体育 16.11% 股份，以社区、媒体形式获取流量。2) 与虎扑体育签署《战略合作框架协议》，拟共同出资 20 亿元合作成立体育产业基金动域资本，已投资近了“互联网+体育”、O2O 体育服务等方向的 30 余家公司。产业资本入驻加速完善体育布局。
- **体育经营板块卡位校园体育赛事运营，涉及体育经纪，运营体育 IP 进行游戏变现。**1) 公司与大、中体协签署合作协议合资成立康湃思体育等三家公司，定位校园体育赛事运营。在去中心化全民体育浪潮下，校园体育最有机会成为海量体育 IP 的供给方，实现商业化。2) 公司投资西班牙知名足球经纪公司 BOY 43.95% 股份，有望借助标的公司足球经纪领域地位和经验，开拓中国足球经纪市场。3) 投资星友科技 45% 股权，打造移动互联网体育游戏精品内容，进行体育游戏领域的内容变现。

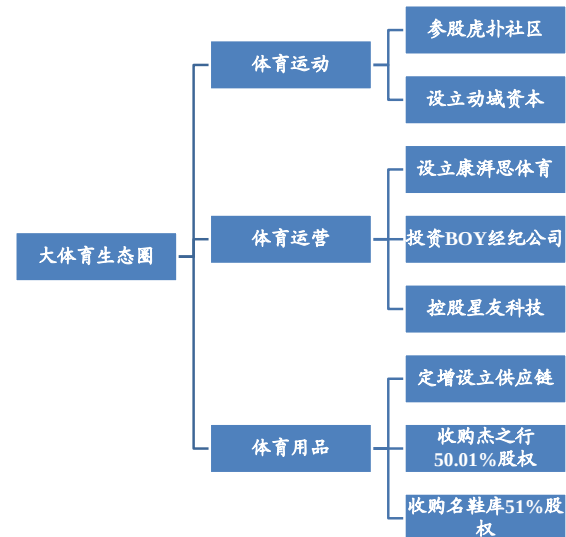
- 体育用品板块定位大众市场，以主品牌为基础进行多品牌、多品类、多渠道的布局。1) 积极调整，受益行业复苏，收购杰之行、名鞋库迈出转型的步伐。2) 定增过会，拟投资 5.5 亿元自主建设服装生产供应链，其中募集资金 3.96 亿元预计建成投产后年产能达到 1000 万件，项目建设期 3 年，预计建成后营收及净利润将达到 9.26 亿元、9,246 万元。

图 2：公司泛体育生态圈战略规划



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3：公司体育生态圈布局已初见雏形



数据来源：国泰君安证券研究

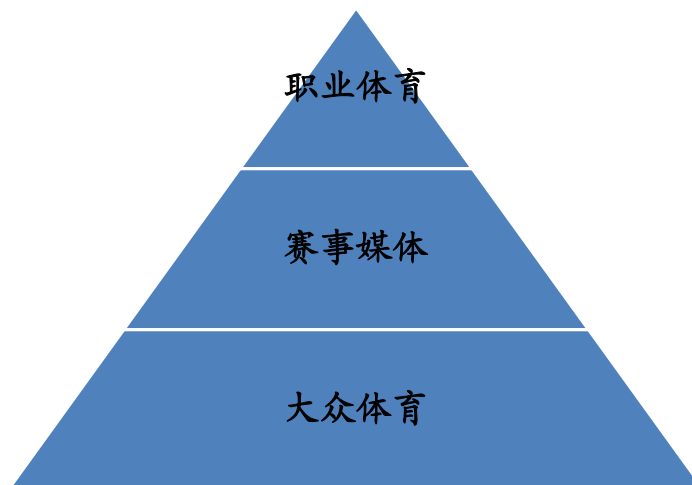
公司体育生态圈战略清晰，预计外延扩张落地超市场预期。公司大体育生态圈战略清晰，布局已初见雏形，精准定位大众体育蓝海市场，我们持续看好公司以体育服饰用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展的体育生态发展，预计持续通过外延并购方式完善生态圈布局，项目落地速度有望超市场预期。

维持“增持”评级，维持目标价 39.28 元。公司精准定位大众体育蓝海市场，全方位打造泛体育生态圈，前端引流导流后端变现。综合考虑中报业绩及未来杰之行与名鞋库 2017 年之后全年并表、投资收益预计增加及外延扩张落地有望超市场预期，我们下调 2016 上调 2017-18 年 EPS 预测至 0.58/0.74/0.89 元（原值 0.63/0.73/0.85），维持目标价 39.28 元，对应 2017 年 53 倍 PE。

3. 去中心化时代，公司精准定位大众体育市场

职业体育投资如火如荼，大众体育相对冷冷清清。体育产业由上而下分为职业体育、赛事媒体以及大众体育，目前其关注度和掘金机会依次降低。顶级赛事的聚光灯多，短期内投入带来的变化大，宣传效应也明显，因此投资人在中超、CBA 等国内顶级赛事上挥金如土，在赛事版权等传媒领域也是一掷千金。而基数庞大的业余体育及大众健身市场则“默默无闻”，市场分散且投入见效慢，为巨头所忽视。

图 4: 职业体育的关注度和投资金额更高

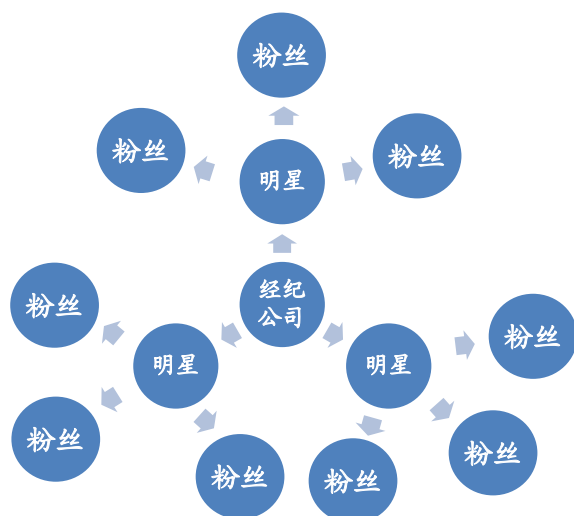


数据来源: 虎扑, 国泰君安证券研究

我们认为, 未来大众体育市场同样迎来发展机会。1) 去中心化时代下海量体育 IP 崛起。与娱乐产业类似, 随着信息技术的进步, 体育 IP 将不再被少数电视媒体所垄断, 更多有运动特长的草根群体有望崭露头角, 大众体育赛事将发展起来。2) 移动互联网时代技术的发展能解决运动需求的痛点。国民对健康的追求已经显现, 马拉松、健身等蔚为流行, 而由于国内体育产业起步晚、商业化水平低, 目前健身指导、场馆预定等环节均存在制约发展的痛点, 互联网的应用将带来大众体育浪潮中的掘金机会。

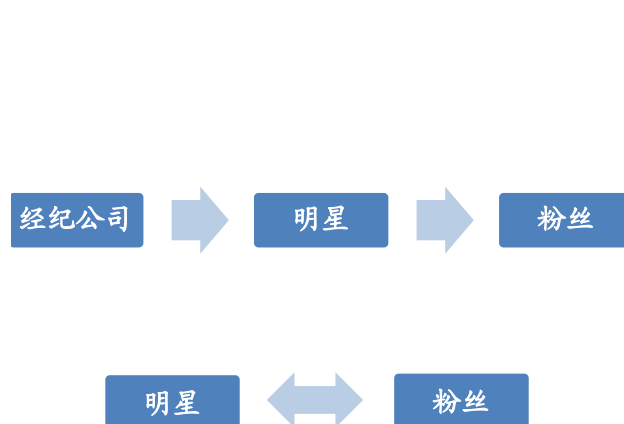
娱乐产业已初步实现去中心化。过去, 音乐、影视等产业的制作、表演和发行环节掌握在少数龙头公司手中, 大的唱片或经纪公司决定“捧红”哪个明星, 哪个明星就更有机会成名。通信、互联网技术的发展带来平民力量的崛起, 歌曲、电视剧都可通过网络制作并传播, 草根选秀歌手等开始大放异彩。互联网打破了娱乐产业内容制作和传播渠道的垄断, 网红、主播等相对平民化的明星涌现, “全民娱乐”时代到来。

图 5: 传统娱乐产业呈现“中心化”特征



数据来源: 国泰君安证券研究

图 6: 当前娱乐产业呈现“去中心化”的特点



数据来源: 国泰君安证券研究

去中心化趋势下，全民体育时代将到来。与娱乐产业类似，体育产业同样有内容制作和传播环节的垄断，而体育爱好群体一样也热衷于“追星”。传统优质的体育 IP 数量少，电视媒体渠道有限，只有少数 IP 能占据转播资源，少数运动员才有机会“圈粉”，大多数人在围观。而互联网的发展带来去中心化趋势，过去集中化的媒体资源被颠覆，智能硬件、智慧运动场等设施可将过去针对专业运动员的服务提供给普通用户，业余赛事也可以职业化运作并传播开来。因此体育赛事门槛降低，以校园赛事、业余赛事为代表的海量体育 IP 成为可能，“平民球星”也有可能拥有一定范围的粉丝从而成为“网红”。

公司精准定位大众体育市场，差异化竞争投身产业蓝海。与阿里、乐视、腾讯等在职业体育市场上“大开大合”的巨头相比，贵人鸟和虎扑在业务体量、资金规模、人员储备等方面并不占优，其优势更多在于平民化市场积累：贵人鸟定位国内运动用品大众市场，对用户体育消费习惯具有深刻认识和积累；虎扑作为体育社区拥有海量运动爱好者的基础数据，可以精准识别大众用户运动爱好、运动频率及活动区域等信息。因此公司选择深耕相对具有优势的大众体育市场，小投资撬动大行业，布局体育生态圈。精准定位大众体育市场，差异化竞争投身产业蓝海。

4. 体育运动：线上布局体育流量入口，线下设立产业基金

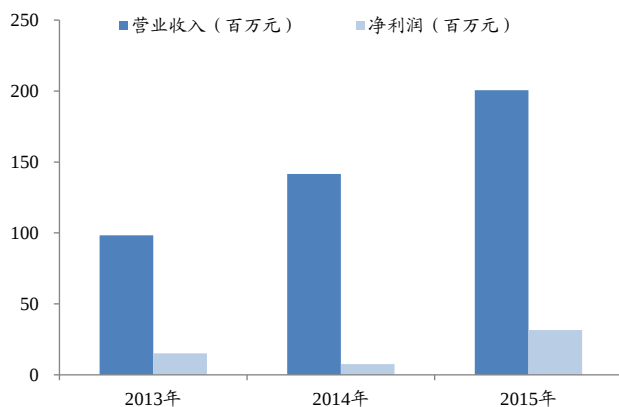
4.1. 参股虎扑，布局体育流量入口

贵人鸟 2015 年参股虎扑，后者递交创业板申请。2015 年 7 月，公司通过泉晟投资获得虎扑体育 16.11% 股权。虎扑体育成立于 2007 年，致力于应用互联网技术，为广大体育爱好者提供专业化的资讯、互动、运动管理和电子商务等全方位体育服务。2015 年虎扑体育实现营业收入 2 亿元，净利润 3,157 万元，已递交创业板申请。

4.1.1. 虎扑是体育垂直网站龙头，具备优异线上线下赛事运营能力

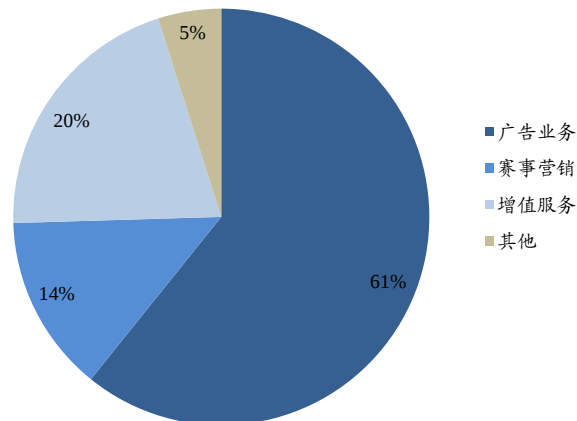
虎扑是体育垂直网站龙头，为体育爱好者提供全方位服务。虎扑旗下拥有中国领先的体育网站——虎扑体育网，以及“虎扑看球”、“虎扑跑步”等移动客户端。目前虎扑全平台月活跃用户数约 4500 万，在 PC 和移动互联网平台的体育垂直领域均占据龙头地位，核心用户群体为青年男性体育人群。

图 7: 虎扑营业收入快速增长



数据来源: 虎扑招股说明书, 国泰君安证券研究

图 8: 虎扑收入源于广告、增值服务、赛事营销



数据来源: 虎扑招股说明书, 国泰君安证券研究

虎扑线下赛事运营能力同样优秀。成立以来, 虎扑体育在线下运营的各类型赛事、体育活动超过 10 万场, 是 2014 年参与运营大型商业赛事场次最多的国内企业之一。经过多年积累, 虎扑体育已成为中国体育产业中极其独特的、在互联网和线下都具备领先优势和强大平台资源的高科技企业。在未来几年, 虎扑体育将致力打造一个用户过亿的 O2O 体育生态体系。

图 9: 虎扑 2016 “荣耀米兰” 传奇球星中国赛



数据来源: 微博@虎扑赛事中心

图 10: 虎扑 “兄弟篮途” 2V2 城市篮球联赛



数据来源: 微博@虎扑赛事中心

4.1.2. 虎扑体育是体育产业重要的线上流量入口

在互联网产业中, 企业获取收益非常关键的一个途径就是用户流量。相比更迭频繁的互联网内容, 入口占据了互联网产业的制高点。随着近年来互联网接入终端与用户的持续增长, 移动互联网时代用户在线时间的大幅骤升, 互联网入口对价值链的统治力日益深厚。如今, 入口已经被互联网巨头们视为必争之地。在线上, 引人入胜的 IP 同样可以聚集大批量有共同价值观的用户, 将自身变为新的入口, 使自己成为不受互联网“市中心”过多约束的较为独立的流量入口。

虎扑体育即通过自身独特的存在价值吸引流量。虎扑从 NBA 篮球社区起步, 靠高质量多角度的战术分析、前沿新闻、历史资料的分享, 逐

步吸引了数目庞大的体育爱好者，成为其徜徉体育世界的入口。之后虎扑在夯实自身核心优势的同时扩展外延，从篮球扩张至足球、F1、橄榄球等赛事，吸引更广泛的用户群体，扩大入口价值。

互联网入口价值主要可从三个维度进行分析，即入口流量、用户粘性、集聚能力。1)入口流量：主要由现有用户规模、潜在用户规模、访问频率与停留时间决定；2)用户粘性：入口对于已有用户的保有能力，主要由需求刚性程度、长期依赖性与可替代性决定；3)集聚能力：这里指的是入口对于新用户的吸引能力，主要由网络效应、规模效应、进入壁垒等决定。

虎扑体育作为在互联网体育这个领域牢牢把握龙头地位的公司，从入口价值的各个维度来讲都有较大优势。

4.1.2.1. 入口流量大，潜在开发空间更为广阔

涵盖体育运动项目范围广，活跃和潜在用户数目庞大。虎扑是中国最大的体育类垂直社区。它既提供篮球、足球、网球、赛车等主流职业体育项目资讯，也有按照运动类型和球队细分的各种论坛，还有游戏、体育彩票、电子商务导购等版块。其目前活跃用户接近 4,000 万人，注册用户数是更加庞大的数字。未来，潜在用户数将随着我国体育人口比重的不断扩大持续上升，可以开发的空間相当大。

图 11：虎扑体育涵盖体育运动项目范围广，重点项目挖掘细致

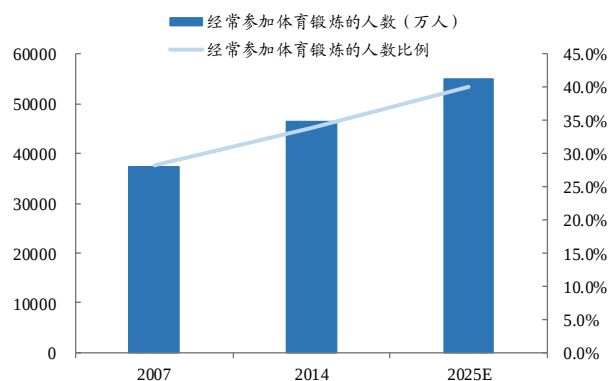
篮球 NBA 球队 新闻 赛程 直播 球员 视频 图片 论坛 比赛中心 战绩排行榜 CBA 球队 赛程 积分榜 直播 视频 球员 图片 论坛 新闻	综合体育 赛车 新闻 百科 车手 车队 民用车 专栏 视频 勒芒赛 国内赛车 跑车 网球 新闻 论坛 专栏 视频 图片 其他 跑步 台球 羽毛球 极限运动 NFL
虎扑特色 论坛 NBA论坛 CBA论坛 运动装备论坛 足球论坛 综合体育 甘比亚大陆 彩票论坛 游戏论坛 自建版块 所有版块 sitemap_baidu 新闻 综合体育新闻 NBA新闻 中国篮球新闻 国际足球新闻 中国足球新闻 赛车新闻 网球新闻 装备新闻 其他新闻 识货 海淘 运动鞋 团购 晒物 优惠券 推荐店铺 问答 发现 装备 新闻 列表 榜单 论坛 其他 手机客户端 手机虎扑网 彩票 游戏 篮球热榜 足球热榜 虎扑TV	足球 英超 新闻 球队 球员 赛程 积分榜 射手榜 西甲 新闻 球队 球员 赛程 积分榜 射手榜 意甲 新闻 球队 球员 赛程 积分榜 射手榜 德甲 新闻 球队 球员 赛程 积分榜 射手榜 中超 新闻 赛程 积分榜 射手榜 直播 视频

数据来源：虎扑体育

体育人口增长迅速，占总人口比重持续扩大。截至 2014 年底，全国经常参加体育锻炼的人数 4.64 亿人，占总人口比例达到 33.9%，比 2007

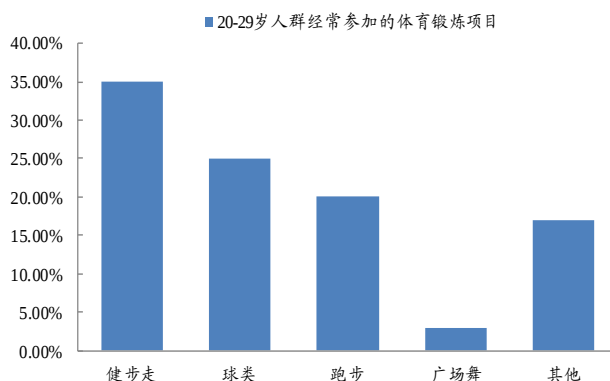
年提高了 5.7%。而如美国等发达国家，这一比例都达到 40%以上，随着我国居民体育健康观念的增强，以及政策的大力支持，我们预计在 2025 年左右我国经常参加体育锻炼的人数将超过 5 亿人，占总人口比例也将达到 40%以上。且实质和非实质性体育人口都可成为虎扑的潜在用户。

图 12: 我国经常参加体育锻炼的人数增长迅速



数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

图 13: 虎扑体育基本覆盖青年人群经常参加项目



数据来源：微博@虎扑赛事中心，国泰君安证券研究

PC、移动端双重发力抢占用户数量。虎扑体育在 PC 及移动端双拳出击，虎扑体育、虎扑识货、虎扑看球等客户端是把 PC 端资源成功移植到移动端的典型案例，利用 PC 端的资源优势引流去抢占移动端的流量。另外一些移动客户端，如虎扑跑步、智慧运动场等，则是开发了新的功能和新的用途，以吸引更多的移动端用户。目前虎扑体育旗下的各 APP，总装机量高达 5800 万，成为 PC 端的有力补充，牢牢把握住了体育类移动端的流量。

图 14: 虎扑体育移动端是 PC 端的有力补充



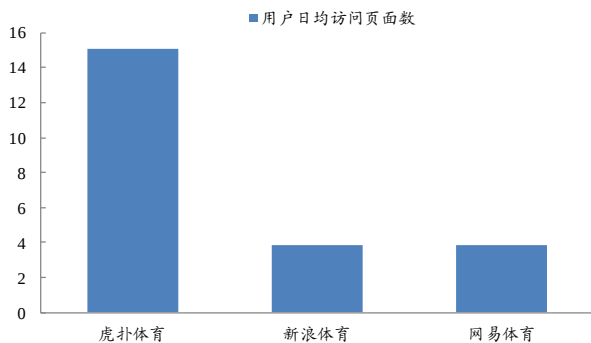
数据来源：国泰君安证券研究

4.1.2.2. 用户粘性较高，网络效应明显

虎扑体育的核心价值在于其用户对于群体的依赖性。例如，虎扑步行街论坛的用户们形成了虎扑式语言特点的沟通方式，用户聊球、侃

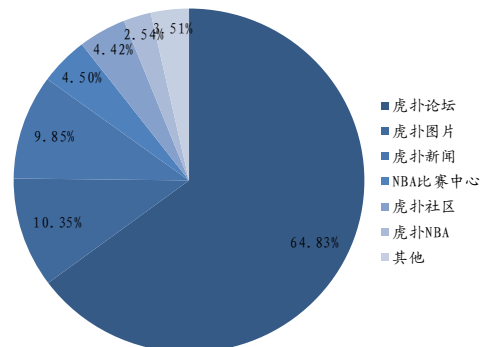
球、互动、参与，获得归属感。在这个平台上众多的用户，包括那些意见领袖、达人等等，他们之间的群体关系是虎扑极强的用户粘性的来源。同时，这也是虎扑不同于百度、淘宝这类流量入口的独特优势所在。

图 15: 虎扑用户访问页面数远远领先竞争对手



数据来源: Alexa, 国泰君安证券研究

图 16: 虎扑论坛是虎扑体育的流量核心

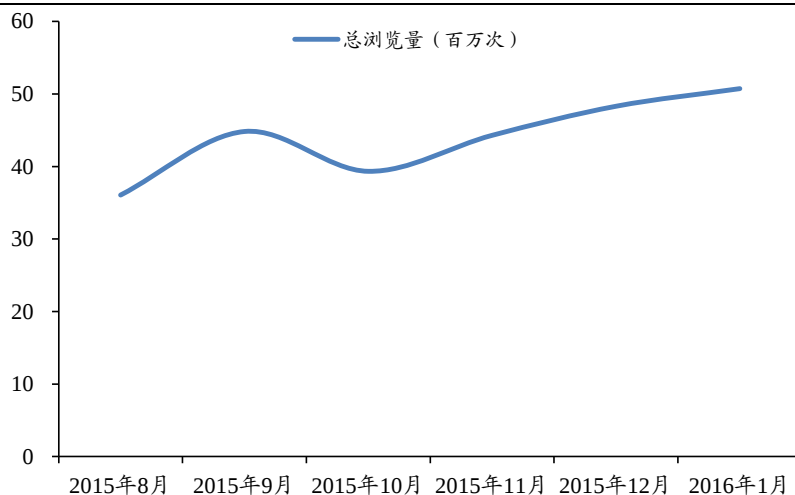


数据来源: Alexa, 国泰君安证券研究

虎扑体育很难被替代，草根意见领袖功不可没。在虎扑的发展过程中，有一部分用户因文笔出色、知识丰富、对篮球技战术有独特理解，他们的文章得到了追捧。这些人的存在，让虎扑言论质量高度得到了提升，也提高了用户粘性，并带来了新用户。不仅在论坛中，在虎扑的其他领域，意见领袖也在增强虎扑体育在业内的不可替代性。例如在虎扑识货平台，有一批资深用户可以为其他用户识别真假球鞋，在鞋迷群体中威望很高。其他平台想从头做起，追赶上虎扑在这些细分领域的地位是很困难的。

虎扑在业内处于龙头地位，平台效应使用户有聚集趋势。我们在之前提到虎扑体育的核心价值，在于其用户对于群体的依赖性。这一核心价值在吸引新用户方面也有很强的作用，平台上的老用户在这里找到归属感，便会很乐于将虎扑推荐给自己身边热爱体育的朋友，以便寻找更多的共同话题。依靠现有用户不断聚集新用户，这样的模式使虎扑体育具备较强的平台效应。

图 17: 虎扑在 PC 和移动端的访问量持续上涨



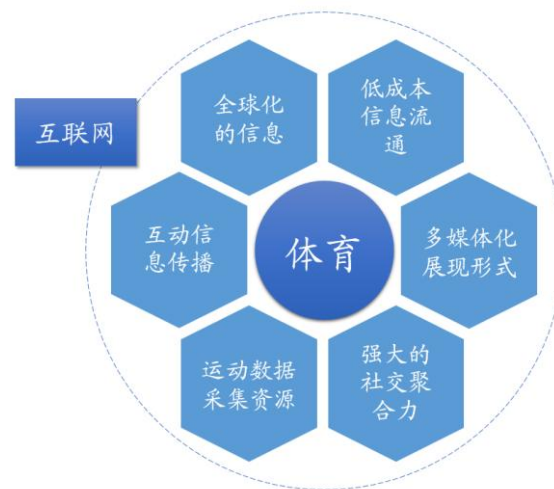
数据来源: similarweb pro, 国泰君安证券研究

4.2. 成立动域资本，卡位智能体育市场

4.2.1. 互联网技术红利是体育产业发展的动力之一

我国体育产业未来主要的增长动力将来自两个方面。1)我国居民体育健康消费意识的逐渐觉醒和消费能力的提升，这是最根本和最关键的动力；2)互联网、大数据等技术在体育产业内应用的不断深化，则可以解决体育产业发展中的很多痛点，为体育产业各环节持续创造新的价值。互联网技术带来的信息优势可以很好的与体育产业结合。

图 18：互联网的信息优势可以助力体育产业发展



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

互联网技术解决了传统体育产业的诸多痛点，为体育产业起飞插上翅膀。例如，在赛事转播方面，互联网平台极大扩充了体育赛事的传播渠道。传统体育赛事的转播渠道是电视，但央视渠道垄断、转播资源有限限制了优质体育 IP 的传播和受众规模的扩大。互联网体育平台的出现为体育赛事提供了更为多元化的传播渠道，吸引了更多观众，提高了体育 IP 的价值。此外，在场馆预定、寻找教练、体育用品销售等环节，诸多互联网初创企业的出现解决了其用户痛点，带动了体育产业发展。

移动互联网将会扮演更加重要的角色。在移动客户端上，用户可以随时关注各种大型体育赛事，记录身体健康信息，在电子社区内分享、沟通，突破了传统上工具与空间的限制。对于体育用品厂商，移动电子商务的方式，极大地拓宽了营销渠道，为生产企业带来了大量的潜在消费群体。体育产业专属移动客户端出现后迅速被消费者所认可，这也说明新的平台更加适合消费者的消费趋势和使用。

4.2.2. 投资并购序幕拉开，细分领域合力打造生态圈

4.2.2.1. 投资互联网+体育，立足体育服务市场

合作成立动域资本，掘金智能体育市场。2015 年 6 月贵人鸟与虎扑体

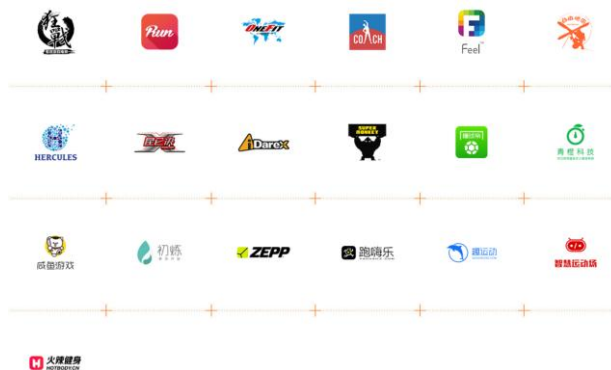
育、景林投资共同发起及管理体育产业基金“动域资本”，由贵人鸟先期出资 10 亿，总规模共 20 亿元。目前动域资本囊括了互联网+体育、体育服务 O2O、智能设备、体育培训、场馆服务、赛事组织和媒体等体育产业细分领域，投资阶段覆盖早期、成长期至 Pre-IPO。

图 19：贵人鸟在体育战略发布会推出“动域资本”



数据来源：搜狐

图 20：动域资本官网展示的投资案例



数据来源：动域资本官网

体育用品竞争不具优势，卡位体育服务市场。与安踏等国内一线体育品牌相比，贵人鸟想从鞋服制造业上追赶难度较大。作为体育品牌，贵人鸟起步晚，在抢占加盟商、产品研发、明星代言这些资源上，并无比较优势。因此借助虎扑在体育领域的深厚积累、景林投资丰富的投资经验，贵人鸟合资成立动域资本，转型体育产业集团，掘金赛事运营、球员经纪、大众运动等体育服务业蓝海。

动域资本在投资项目筛选上有两条标准。“三个巨大”和“六大项”：1) 项目必须有巨大的参与人数基础、巨大的消费潜力、巨大的发展空间；2) 前期锁定的是跑步、竞走、骑行、足球、篮球、网球这六大项运动。有足够市场空间的细分领域才有爆发式增长的可能，有庞大群众基础，或者能够受益于居民体育消费观念升级的运动才是有价值的投资方向。从这两条标准中我们就能看到动域资本，或者说贵人鸟清晰的布局思路。

4.2.2.2. 涉足多个细分领域，打造泛体育娱乐生态

投资项目涉足多个细分领域，注重协同效应。目前动域资本的投资项目已有近二十个，覆盖的类别非常广泛，争取在符合筛选标准的前提下，在更广的范围内布局。投资标的中大多是瞄准移动端，具有一定特色，能够吸引特定群体的体育类 APP。这样的布局策略，既可以和虎扑体育形成协同效应，优势资源共享，又能相互补充，在 PC 端和移动端形成双拳出击的局面，卡紧互联网体育产业的流量入口。

表 1：动域资本落实的投资项目覆盖领域相当广泛

项目名称	最新动态	Logo	简介
------	------	------	----

竞彩猫	2016年5月获A轮融资 3400万美元,由动域资本领投、去玩资本跟投		竞彩猫是北京卡特猫网络科技有限公司旗下一款主打中国竞彩付费阅读的体育 APP,通过全球专家 24 小时在线点评和大数据模型实时更新,为彩民提供深度体育赛事分析服务。相关项目还包括竞彩猫 TV 和中国竞彩专家足球队,在全球范围普及传播中国竞彩文化。
UCG 中国大学生电子竞技联赛	2016 年获动域资本投资		中国大学生电子竞技官方联赛创立于 2016 年,该赛事由上海高竞文化传媒有限公司运营,是国内大学生体育协会指定唯一官方高校联赛。大赛将英雄联盟、DOTA2、炉石传说作为比赛项目,通过与韩国 OGN、法国 ESL 合作,给广大高校电竞爱好者提供一个展示自我、超越自我的平台。
小李子足球装备	2016 年获 A 轮千万级融资,动域资本投资		一站式足球装备零售商,倡导线上线下结合的销售模式,连续三年销量稳居行业头名。公司拥有耐克,阿迪达斯,彪马,美津浓等国际品牌官方授权。产品覆盖足球鞋,球衣,训练,周边等所有足球产品线。以极强的专业性,独特的服务理念深得足球爱好者的喜爱,未来将致力打造中国的 Kamo+pds
狂战	2016 年 2 月获 A 轮融资 4,000 万元,动域资本投资		狂战科技公司成立于 2012 年,公司由前 Dota 世界冠军伍声创立。公司立足于电竞艺人经纪和俱乐部运营,旨在为现有的电竞从业人员寻找更好的发展变现路径,公司亦将借助电竞行业快速发展的契机,将业务向行业上下游衍生,成为电竞行业的领军企业之一。
悦跑圈	2015 年 12 月获 B 轮融资 1,800 万美元,动域资本投资		广州悦跑信息科技有限公司是一家专注于移动互联网应用及对应跑步社交运动和线下活动的高科技企业。公司的愿景是让中国人愉快地跑起来,立志于做中国最好的跑步者社区。
OneFit	2015 年 12 月获动域资本投资		2011 年 3 月成立于上海,是中国成立最早的纯美式训练工作室,已在北京、上海、广州、武汉等地开设了运动训练中心、体能训练工作室等 6 家线下实体场馆,打造专业的教练培训学院。
智勤教育/教练宝	2015 年 9 月获 A 轮融资 数千万元,动域资本领投,计划 2016 年启动 B 轮融资		“教练宝”APP 是国内首款为教练量身研发的教学辅助工具,用心感受国内体育教育环境,从青少年的角度出发,能够满足教练日常教学需求,帮助教练轻松管理俱乐部课程和学员训练进程,为用户提供优质的体育教育咨询服务和进阶课程。致力于为广大教练搭建一个完美的互动平台。
Feel	2015 年获动域资本投资		Feel 是一个运动社交 App,目标用户是 16-32 岁的年轻人,FEEL 致力于帮助爱运动小伙伴之间建立联系 找到相同的运动爱好者,同时 Feel 也集成各种运动服务,让用户之间更便捷的参与运动,遇到爱运动的他(她)。
自由地带	2015 年 10 月获天使轮融资,乐视体育、联想之星和动域资本联合投资 1200 万元		滑雪助手,让滑雪更简单。“自由地带连锁”是中国领先的双板雪具连锁零售店,“滑雪助手”依托于自由地带强大的线下布局,为滑雪者提供折扣雪票购买、滑雪教学、装备推荐、活动资讯、餐饮与酒店预订等一站式 O2O 服务。
海克力斯	2015 年获动域资本投资		海克力斯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。凭借着公司的产品优势以及固有渠道优势,结合线下产品与线上服务,海克力斯将发展成为超大型健康产品零售网络与健康管理服务平台;海克力斯将把自己打造成国内首屈一指的健康产业品牌。

昆仑决	2015 年 10 月获 A2 融资, 动域资本投资几百万美元, 2016 年 3 月完成 B 轮融资超 2 亿		目前国内最顶级的职业搏击赛事运营单位, 集搏击赛事执行、电视节目运营、影视剧制作、游戏开发等于一体的现代综合型新锐文化传媒公司。公司打造的世界顶级综合格斗赛事《昆仑决世界极限格斗系列赛》项目, 为中国格斗爱好者呈上一场场激动人心的饕餮大餐。
敢玩	2015 年动域资本投资		年轻人的酷玩运动视频及体验平台。
超级猩猩	2015 年 1 月获天使轮融资, 动域资本投资; 2016 年 3 月获 A 轮融资, 昆仲资本投资 1000 万元		超级猩猩致力于打造中国的健身服务网络, 通过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的有机结合, 让健身更简单。
懂球帝	2015 年 1 月获 A 轮融资, 动域资本投资; 2015 年 9 月获 B 轮融资, 1000 万美金占股 20%		中国最大的移动互联网足球球迷社区, 提供最专业的足球资讯和最实用的看球工具, 目标在于为球迷提供一站式移动服务的平台。
青橙科技	2015 年 7 月完成 2000 万元 A 轮融资, 顺为资本领投, 动域资本跟投		青橙科技专注于为健身行业提供全面的互联网解决方案。目前为健身行业提供的产品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。
咸鱼游戏	2015 年 7 月获 A 轮融资, 华谊兄弟领投, 动域资本、景林投资、太冠资本和集结号跟投		咸鱼游戏是一家以打造全球领先的新型移动精品游戏为目标的新锐手机游戏发行公司, 曾成功发行《狂斩三国 2》、《求合体 2》等多款知名手游产品。
初炼	2015 年 7 月获 pre-A 轮融资超 3000 万元, 君联资本与动域资本领投, 联想之星跟投		初炼从教练端切入大众体育服务 O2O 市场, 旨在为青少年和成年人提供全方位的体育, 运动健康指导服务, 成为最大, 最专业的体育运动健康综合服务平台。
ZEPP	C 轮融资 3200 万美元, 领投方为动域资本、跟投方为京东、吉富创投、以及老股东 GGV(跨境投资基金)和君联资本。		ZEPP 是全球领先的运动数据采集产品生产厂商与服务商, 计划借助装备覆盖大规模垂直用户和可穿戴智能装备厂商, 将 ZEPP 打造成体育类超级入口。
跑嗨乐	2015 年 1 月获 A 轮融资, 动域资本投资数百万元		跑嗨乐擅长数据搜集与分析技术, 专注为中国跑步爱好者提供最优秀的跑步音乐推荐算法和播放器。
趣运动	2015 年 9 月获 A 轮融资, 动域资本和高榕资本联合投资 1,320 万美元		趣运动构建运动场馆 O2O 服务模式, 为商家提供管理系统, 打通实时库存, 帮助运动人群实现方便快捷的“找球友、约时间、订场地”功能。
智慧运动场	2015 年获动域资本投资		用互联网和智能技术, 升级全球运动场馆; 连接场馆, 运动消费人群和服务提供者; 构建一个 O2O 的全球化运动服务平台。

2015年1月获 pre-A 轮融资，景林投资和动域资本投资 300 万美元；4 月获得华映资本领投的 6000 万元 A 轮融资



火辣健身定位对健身感兴趣的年轻群体，致力于打造教学+社交的移动健身产品。用户可以根据自己的健身要求及运动难度等级选择适合的课程进行训练，在这里你可以记录自己的训练动态、性感瞬间，找到志同道合的健身好友，形成属于自己的健身社交圈子。

资料来源：动域资本官网，国泰君安证券研究

投资项目紧贴“全民运动”，合力打造体育生态圈。从上述项目中我们可以看到动域资本投资的主要是大众体育市场领域的项目，而非金字塔顶的职业赛事领域。例如智能运动场项目通过与海康威视合作，为每个体育场馆配备设备以对普通运动用户的赛事进行直播、记录，并可应用美国创业公司 information 的智能篮球将用户运动数据传输到手机。这些项目很可能释放大众体育市场的潜力，完善公司在体育生态圈智慧健身、场馆运营、可穿戴设备等方面的布局。

5. 体育运营：切入校园体育和体育经纪，涉及体育

游戏开启 IP 内容变现

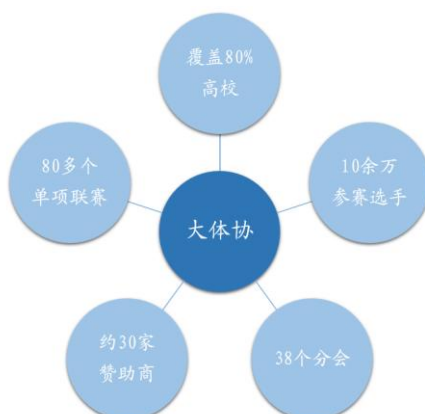
5.1. 瞄准校园体育，抢占重要赛事 IP 入口

5.1.1. 我国校园体育快速发展，品牌赛事价值高

以大体协为代表的校园体育赛事组织日渐壮大。1998 年大学生体育协会从教育部独立出来，开始专注于大学校园赛事，如今每年开展的大学生单项联赛有 80 多项、涉及 38 个分会，参赛人数超过 10 万，覆盖了 80% 的高校。而校园体育四级联赛制度的初步建立，也让中国校园体育渐渐看到希望。

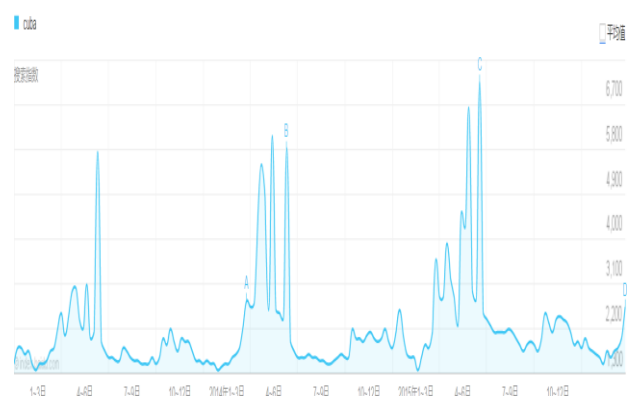
坚持走市场化道路，大体协成绩优异。由于从 1998 年就开始走市场化道路，经过十余年的摸索，如今大体协的市场开发已经步入一个良性循环。现在大体协的赞助商大大小小的有 30 个左右，虽然说与美国大学体育总会(NCAA)这种高校体育发展成熟的组织相比还有较大差距，但是十几年来能取得这样的成绩，已经十分优秀了。

图 21：大体协的发展已初具规模



数据来源：新华网，国泰君安证券研究

图 22：CUBA 百度搜索指数每年都在升高



数据来源：百度指数，国泰君安证券研究

校园品牌赛事价值凸显。举办了 17 届的中国大学生篮球联赛(CUBA)，以及有 15 年历史的中国大学生足球联赛(CUFL)，都已经成为中国具有较高社会影响力的校园品牌赛事，也成为高校体育赛事市场开发的“香饽饽”。从过去的难觅赞助商到如今要慧眼甄选，这些联赛的主办方中国大学生体育协会已经在高校赛事市场化的道路上越走越顺，从一个侧面见证了中国高校体育的蓬勃发展。

5.1.2. 校园体育产业化程度较低，发展空间大

我国校园体育产业化程度仍然较低。我国校园体育产业化进程仍处于起步阶段，未能真正以产业化的形式立足于市场。目前我国校园体育产业仅仅处于国家投资建成的体育场馆设施的出租和有偿指导等浅层次的经营阶段，涉及的对象也只是在校师生和少数市民，如此单一的资金投入和服务对象对于高校体育产业发展极为不利。主要原因还是在于政府及社会对校园体育产业价值认识的不足，不过目前政府及相关组织在这方面的认识正在逐渐强化，产业化程度也一定会逐步提高。

与职业赛事脱节，输送人才较少。职业体育是以校园和社区为依托的，而国内体育市场的问题在于，几乎没有流畅的通道或是成熟的体系，可以让校园体育与职业体育之间形成较好的衔接。以足球为例，我国的中超、中甲联赛缺少完善的新人培养和选拔机制，青训市场亟待开发，很多校园中的优秀运动员得不到职业的培训，导致校园和职业足球之间存在很大的鸿沟。

发展校园体育，需要破除体育、教育两大体制壁垒的行动。我国目前教育和体育两大体制之间存在严重壁垒，因此，用市场的机制运作的校园体育赛事就不能真正的壮大，也就导致校园体育的资本投入还远远不够。最终会导致校园赛事的整体水平不足，培养出的人才都很难直接参与到高水平的竞技体育或职业体育中。反观美国，校园与职业联赛联系非常紧密。高校体育赛事的经费充足，水平很高。每年加入 NBA 的球员中，3/4 由 NCAA 输送，校园体育可以直通职业体育。

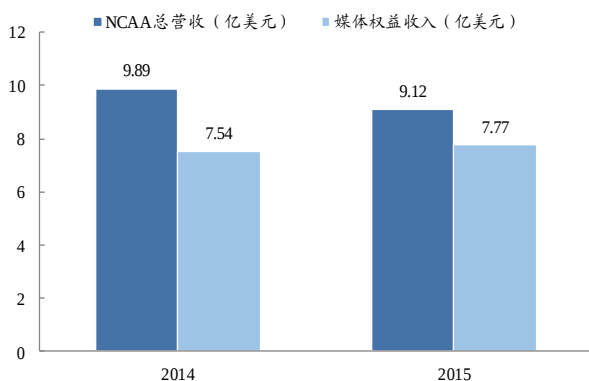
5.2. 校园赛事运营空间广阔，可产生巨大商业价值

5.2.1. NCAA 是优秀范例，校园赛事带来高商业价值

美国大学生体育协会(NCAA)是美国各大体育联盟的人才摇篮，也代表了美国校园体育的最高水平。NCAA 拥有 1281 个下属协会，范围涵盖从篮球、棒球到高尔夫球、网球的大量运动项目。由于贴近学生的日常生活，NCAA 比赛在美国全国都有着非常强大的影响力。NCAA 每年 88 项决赛有全国电视直播，在每年 NCAA 男篮决赛的比赛日当天，NBA 会选择休赛一天以避免收视率受到影响。在 ESPN 等美国主流体育媒体上，大学体育比赛也几乎与职业体育比赛的播出量分庭抗礼，大学体育在某些场合甚至超越了职业体育，成为全美国关注的焦点。

NCAA 有极强的盈利能力。2015 财年，NCAA 总营收约 9.12 亿美元，较 2014 年的 9.89 亿美元略有下降，但仍保持稳健。此前截至 2014 财年，NCAA 营收实现连续 14 年的增长。NCAA 基本没有政府财政补贴，几乎所有收入都来自于商业化运营，而商业运营收入的绝大部分来自电视转播权益，在 2015 财年中，电视转播及营销权益费约为 7.77 亿美元。在 2009 年全球陷入经济危机的时候，NCAA 广告收入丝毫不受影响，最初几轮比赛的 30 秒广告费是 30 万美元，决赛的 30 秒广告费用则跃升至 130 万美元。

图 23: 2015 年 NCAA 营收小幅下滑，依然稳健



数据来源：NCAA 财报，国泰君安证券研究

图 24: 美国总统奥巴马预测 NCAA 篮球四强及冠军



数据来源：界面新闻

NCAA 的成功来自于强大的粉丝群体，和其对商业价值的充分挖掘。NCAA 的收入水平能够与职业联赛相媲美，是因为其极具市场影响力，并且充分开发了自身的商业价值。强大的粉丝群体是体育产业需求的根基，据统计 NCAA 大学橄榄球和大学篮球粉丝群体分别有 1.44 亿、1.26 亿人，分列美国最大体育粉丝群体的第三、第五位。销售转播权是将庞大粉丝群体的商业价值变现的极佳途径，NCAA 依靠超高的收视率，单从转播权上就可以获得很高的收入。

收入回流高校，NCAA 的发展模式值得学习。NCAA 的收入之所以如此可观，很大一部分原因是来自美国高校运动员可以媲美职业运动员的竞技水平。NCAA 取得高收入之后，又有相当一部分流回高校，支持校园体育软硬件水平的提升，帮助培养更多优秀的大学生运动员。例如，美国加州大学伯克利分校一年在体育方面的预算达到了 9000 万美元，该校的体育部由 310 人组成，专门负责高水平大学生运动员的训练和后勤保障。这 9000 万美元的预算，有相当大的一部分是由 NCAA 拨款的，而 NCAA 的收入主要来自赞助商和电视转播费。

图 25: 2015 年 CUBA 男篮决赛现场

图 26: 2012 年 NCAA 男篮决赛现场人气火爆



数据来源：中国网 山东

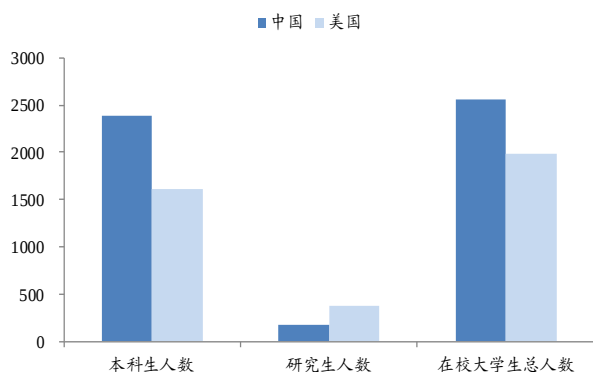


数据来源：新华网

5.2.2. 学生基数大、校园体育设施众多、政策利好，推动赛事发展

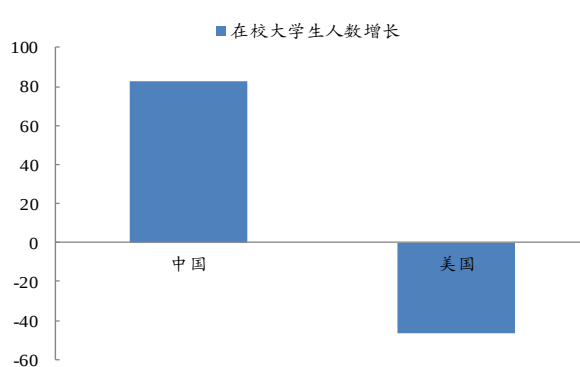
大学生群体是校园体育市场的主力军，市场潜力巨大。近十年我国的在校大学生人数持续增长，2014 年我国普通本专科在校生达 2547.7 万人。我国在校大学生的数量和增速远超美国，然而高校体育商业化程度还有待增强。鉴于大学生人群已经具有相当的自主消费能力，这将是一个值得深度开发的庞大市场。

图 27：2012 年我国在校大学生人数远多于美国



数据来源：国家统计局，中国新闻网，国泰君安证券研究

图 28：2012 年我国大学在校生人数增长



数据来源：国家统计局，中国新闻网，国泰君安证券研究

在体育设施方面校园无疑具有很大优势。我国公共体育设施短缺，但学校基本都有露天足球场、篮球场地、体育馆等，为各种体育赛事的运营提供了必要的条件。这些校园体育设施未来会逐步对公众开放，对活跃校园体育氛围、举办校园体育赛事大有益处。赛事组织者可以向学校周边居民宣传赛事，增加赛事的区域影响力，最终通过门票、广告、赞助等形式形成变现价值。通过各种奖励或赞助的形式，最终这些赛事产生的价值会有一大部分流向校园运动员的培养体系中，进一步提升校园赛事的水平，形成良性循环。

各项政策的出台，体现了国家和地方对校园体育的重视。2014 年《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》的出台，更显示了我国努力发展好大体育产业、增强校园体育商业化程度的决心。各地方政府也对校园体育十分重视。例如，2009 年杭州被列为“国家级校园足球布局城市”之后，浙江省积极开展了省级校园足球的布点工作：截

至 2013 年，浙江省下辖的 11 个城市已经全部进入了校园足球的序列，实现了校园足球省级全覆盖，定点学校数 525 所，惠及学生 20 万人。

表 2: 地方政策大力支持校园体育发展

地区	时间	政策主要内容
北京	2016 年	北京将在 16 个区建立 200 所足球特色学校,其中小学特色足球学校将有 113 所,其他类别学校将有 87 所。2016 年,北京还将从荷兰、阿根廷等国家聘请足球教师来北京教学。
上海	2016 年	试点推出专门针对校园体育运动意外伤害设计的校园基金。这意味着,今后,参保学生遭遇意外,无论责任在哪一方,都可获得最高 50 万元人民币的赔付。这样的举措或将有助打破“家长怕受伤,学校怕担责”的校园体育运动发展“瓶颈”。
广东	2016 年	全省各地市教育行政部门在学校申报基础上,按照分配名额推荐 200 所省学校体育场馆向社会开放示范单位;同时,另有 18 所高校和 2 所省属中小学校报送了申请材料。省教育厅和省体育局对各申报单位报送的材料进行了联合审查,拟认定中山大学等 220 所学校为广东省学校体育场馆向社会开放示范单位。
山东	2016 年	提出到 2017 年,校园足球在全市各级各类学校全面铺开。到 2020 年,形成符合人才培养和足球发展规律的校园足球教学体系、竞赛体系和综合评价体系。

数据来源: 广东体育局, 网易体育, 前瞻网, 国泰君安证券研究

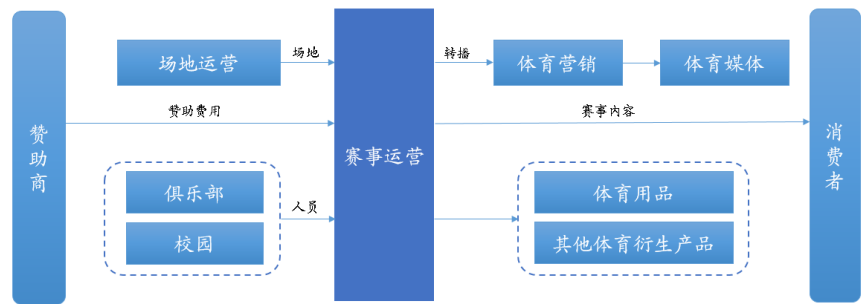
5.3. 与大、中体协合作，奠定校园体育产业领先地位

贵人鸟与大、中体协等机构合作，大力布局校园体育产业，尤其是校园赛事运营。

- 公司与大体协、中体协、虎扑、尤尼斯成立合资公司康湃斯，主要从事校园赛事运营业务。贵人鸟或者指定第三方出资 13,522 万元，占 37% 股权、与体协并列第一大股东。
- 贵人鸟还与上述三方合资成立一家公司负责校园体育的经纪业务，为学生运动人才、教练及裁判服务。
- 贵人鸟拟与大体协、中体协、山西传媒学院、虎扑、尤尼斯成立合资公司，主要从事校园体育内容的互联网视频业务，将其打造为校园体育互联网平台。
- 公司与《中国学校体育》杂志、虎扑及尤尼斯合资成立体育咨询公司，取得校园体育赛事的商业推广权、赛事转播权等知识产权，以及大体协、中体协主办赛事的信息数据库。

赛事运营是未来体育产业的发展核心。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》提出，在 2025 年要使国内体育产业规模达到 5 万亿。而实现这一目标仅靠目前占比较大比重的体育用品是不现实也是不可能的，更可靠的途径就是围绕各种体育赛事的运营，开发相关价值，促成产业整体协调发展，结构日趋合理的局面。

图 29: 赛事运营是体育产业链的核心



数据来源：国泰君安证券研究

大、中体协是我国校园赛事运营的先行者，贵人鸟与其合作将获得重要的先发优势。大、中体协是目前全国规模校园赛事的唯一合法机构，已经成功运作了多年，并且正在积极改革，学习国外先进模式。贵人鸟与大、中体协合作无疑会为其带来重要的先发优势，使其可以组织全国规模的校园赛事。这样的合作关系，对其他想进入该行业的公司来说是一个很高壁垒，也就意味着贵人鸟未来将从巨大的校园赛事市场蛋糕中切走一大块。

康湃斯逐步投入校园赛事，开始盈利。2016 年上半年在 11 所知名大学举办了校园马拉松，吸引 10 万人参与，还举办了 30000 场 3 人制篮球联赛，10000 多场 7 人制足球联赛，通过舒耐、英派斯、贵人鸟等赞助商开始实现盈利。预计 2016 年全年将举行 100 场校园马拉松，之后的冠名赞助将千万级起步。同时，康湃思还拥有“中国大学生电子竞技联赛”的 IP，与咸鱼游戏合作的合资公司做运营和执行，影响力逐步扩大。

5.4. 投资西班牙经纪公司 BOY，切入体育经纪领域

2015 年 4 月投资西班牙经纪公司 BOY，切入体育经纪领域。2015 年 4 月，公司公告与 Piramagen 以及 11MAC11 签署《合作意向书》，拟对 BOY 投资 2,000 万欧元，推动在体育产业，特别是足球领域的布局，切入体育经纪领域。目前拥有 30% 股权，未来预计会持续提高。

BOY 是西班牙知名经纪公司，与世界知名品牌合作紧密。BOY 主要从事足球经纪业务，收入来源以为球员和俱乐部提供服务为主，主要在西班牙为专业足球俱乐部中的专业运动员提供管理、营销和代理服务。西班牙足球甲级联赛以皇家马德里、巴塞罗那两家世界顶级俱乐部为支持，在欧洲五大顶级职业足球联赛中地位领先。自 2012 年以来，BOY 服务过 Iker Casillas 等多位知名球员和教练、与皇家马德里等知名俱乐部保持着良好的关系，并与 BBVA、YAMAHA 等品牌有过合作关系。

未来预计共同整合欧洲足球产业资源并开发国内消费市场。BOY 重视中国市场开发，目前任广州富力足球俱乐部一线队主教练 Cosmin Contra 的经纪人。2015 年，BOY 为皇马签下其在中国市场的第一笔赞助合同。未来预计 BOY 将为中超输送更多的优秀欧洲球员和教练，将把中国的年轻球员送到欧洲进行培训，并积极寻找机会将中超联赛的优秀球员输送到欧洲主流联赛。同时，BOY 将与公司和虎扑深入合

作，共同开发中国足球市场，探索新的商业模式，利用资本市场和互联网双平台，共同整合欧洲和中国的足球资源，开发国内消费市场。

5.5. 增资星友科技，开启体育 IP 内容变现

增资星友科技，打造精品互联网体育游戏。2016 年 7 月，公司 1 亿元增资星友科技，投资后持股 45%，成为第一大股东，重点打造移动互联网体育游戏，体育 IP 内容变现正式拉开帷幕。

表 3: 增资后贵人鸟持股 45%，成为第一大股东

股东名称	变动前出资额 (万元)	持股比例	变动后出资额 (万元)	持股比例
星河互动	350	70%	350	38.5%
星企信息	150	30%	150	16.5%
贵人鸟	0	0	10,000	45%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

星友科技具备优异体育 IP 内容变现能力，旗下签约开发众多明星体育手游项目。星友科技成立于 2016 年 5 月 10 日，以打造移动互联网体育游戏精品内容为愿景。团队核心人员由资深研发人员构成，管理团队核心成员均具备 10 年游戏行业从业经验。研发团队核心成员手游研发经验均达 5 年以上，具备丰富的手游研发经验。目前星友科技旗下已签约明星体育手游项目有：《最佳阵容》、《街球联盟》、《Basketball Stars》、《Pele: Soccer Legend》。

第二、三大股东具备深厚产业背景，助力上市公司体育游戏领域快速发展。二股东深圳星河互动成立于 2013 年 12 月 10 日，专注于移动游戏运营开发的互联网公司，具有较强的移动端游戏研发和运营能力，主要有《最佳阵容》、《狂斩三国 2》、《求合体 2》、《妖玉奇谭》等一系列热门移动游戏，2016H1 实现营收 6,089 万元，净利润 510 万元。三股东上海星企信息成立于 2016 年 4 月 28 日，实控人侯大诚毕业于清华大学，专注游戏研发超过 12 年，曾担任 Gameloft 上海工作室总经理、腾讯天美工作室创始人，具备深厚的研发经验与丰富的团队管理能力。

二、三股东承诺业绩，增厚上市公司利润。第二、三大股东星河互动、星企信息承诺星友科技 2016 年扣非净利润不低于 400 万元，2017 年扣非净利润不低于 2500 万元。每年实现的净利润可向上下浮动 10%，但两年实现的净利润合计不低于 2900 万元。我们预计将增厚上市公司利润，提高公司盈利水平。

表 4: 星友科技旗下已签约众多明星体育手游项目

游戏名称	游戏简介	运营情况
《最佳阵容》	体育竞技创新的手机游戏，由中国足球明星球员郜林代言，是国内唯一获得国外顶级联赛《西班牙甲级联赛》官方授权的足球题材手游	2016 年 1 月 29 日正式上线至今，游戏内累计充值流水已超过 1 亿，MAU 超 150 万，总注册用户超 600 万
《街球联盟》	由曾参与制作《火影忍者》、《街头篮球》游戏的资深制	未发布

	作人领衔开发, 将在 2016Q3 正式对外发布, 作为中国首款街头题材的篮球手游, 其前期优秀的测试数据受到了业内的极大关注	
《Basketball Stars》	来自知名海外游戏公司的当季明星产品, 由美国知名体育手游开发公司、Cosi Productions, Inc 制作的一款精品足球手游, 由球王贝利正版授权并亲自代言	获得一百多个国家苹果首页推荐, 2016 年 5 月在海外多个国家地区上线至今单月活跃用户已超过 200 万
《Pele: Soccer Legend》	由瑞士知名游戏开发商 Miniclip 开发的一款创新性轻操作体育策略篮球手游	自 2016 年 3 月 16 日发布至今全球已超过 3000 万用户下载

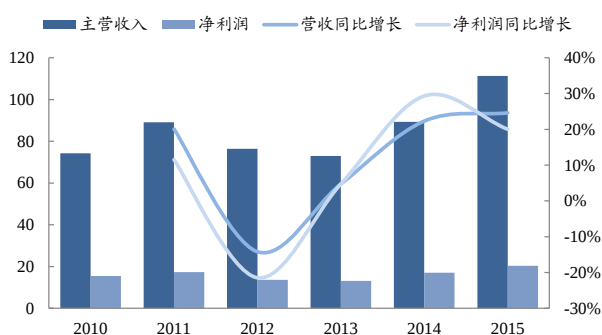
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

6. 体育用品: 主业逐渐复苏, 收购提高零售能力

6.1. 去库存后行业调整, 主业营收恢复增长

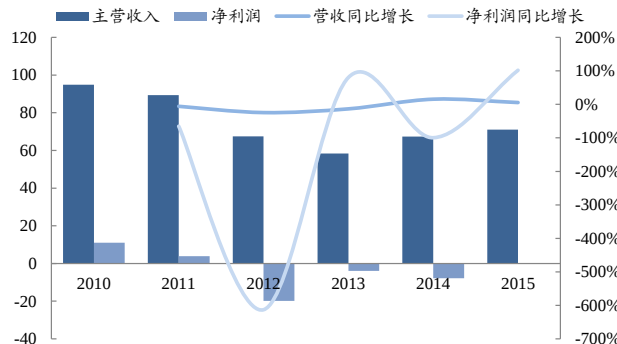
经历五年的去库存, 一二线品牌率先复苏。我国的体育用品行业在 2010 以前是典型的粗放式发展, 各大品牌纷纷扩张产能。而到了 2010-2014 年间, 由于之前快速扩张, 积压了大量库存, 再加之国内外消费环境不够景气, 行业进入深度调整期。但随着各大企业陆续调整经营策略, 关闭低效店铺, 积极迎合消费者需求, 到 2014 年去库存阶段已基本结束, 行业出现复苏迹象, 国内外一二线品牌恢复高增长。耐克、阿迪达斯大中华区收入均增长 10% 以上, 安踏和李宁的盈利也恢复增长。

图 30: 2015 年安踏营收及利润恢复高增长 (亿元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 31: 2015 年李宁摆脱持续亏损状态 (亿元)

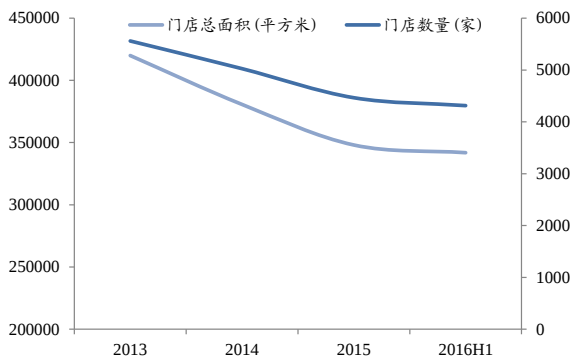


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

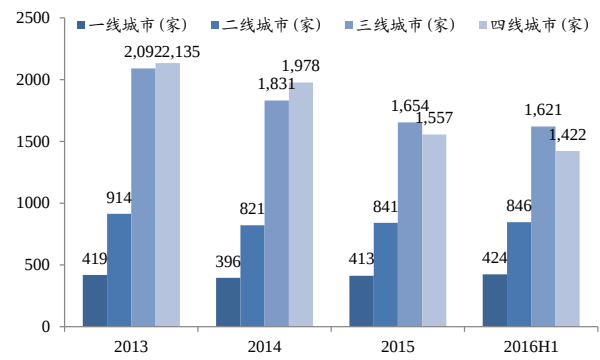
贵人鸟在行业调整期时积极应对。贵人鸟产品原来主要定位三、四线城市, 跟随一二线品牌恢复业绩。积极调整终端门店结构, 2016H1 零售终端数量达到 4,313 家, 关闭零售终端 354 家、新开零售终端 202 家, 同时一二线城市新增加 11、5 家门店。其他具体的应对措施还包括: 一是从以生产为导向的粗放型批发模式, 转向以消费者为核心的精细化零售运营模式; 二是从分散式经验决策模式, 转向以数据分析为主的决策模式; 三是从以开店为主的增长模式, 转向以同店增长为主的可可持续发展模式。

图 32: 公司近年来门店数目和面积持续下降

图 33: 公司门店结构积极向一二线城市调整



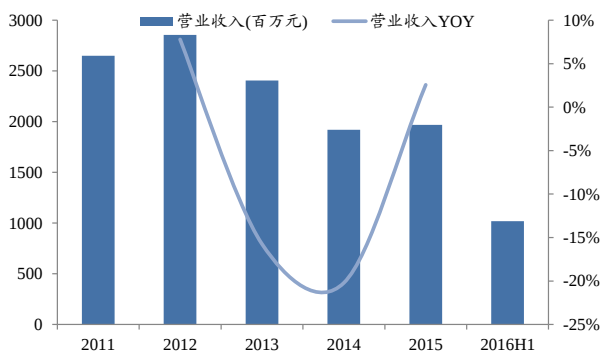
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

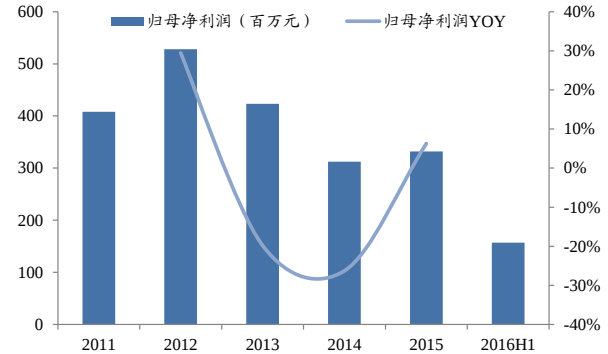
公司通过零售转型, 营业收入逐渐恢复增长。2015 年公司实现营业收入 19.69 亿元, 同比增长 2.57%; 实现净利润 3.32 万元, 同比增长 6.28%。结束了三年多的下降趋势。2016H1 实现营业收入 10.18 亿元, 同比增长 0.13%, 延续复苏态势。由于公司关闭了盈利较差的零售终端, 2016H1 销售费用率 4.43%, 较同期大幅下降 4.23pct。但由于毛利率降低及政府补贴减少 1,970 万元, 归母净利润 1.57 亿元, 同比下降 9.90%, 扣非净利 1.57 亿元, 同比下降 1.12%。预计公司主业通过零售转型, 逐渐企稳并恢复增长。

图 34: 2016H1 营收延续复苏态势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 35: 2015 年公司净利润扭转下滑趋势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

6.2. 收购杰之行 50.01%股权, 重点布局线下多渠道

公司收购杰之行 50.01%股权, 布局线下多渠道。公司于 2016 年 6 月 3 日公告, 为推动对运动鞋服线下渠道的布局, 整合优质线下资源实现多品牌、多市场、多渠道发展, 公司拟出资约 3.83 亿元用于受让运动品牌零售商湖北杰之行体育产业发展股份有限公司部分股权并对其增资, 交易完成后, 公司将持有杰之行 50.01%的股份, 成为其控股股东。

运动零售市场变化快, 品牌集合店优势大。目前公司对单一品牌依赖较大, 主营业务收入全部来自贵人鸟品牌。我国零售端竞争激烈, 单一品牌专卖店的优势逐渐下降, 将加速向集合店转型。多品牌集合店品类丰富, 可满足消费者多样化需求和一站式的购物。公司收购的运动产品专业零售商——杰之行以体育集合品类店为主要业态, 可创造多个营收点, 根据市场需求变化品牌组合, 并有利于推广自有品牌。

杰之行可以提升公司零售能力和增厚主业业绩。杰之行目前获得授权经营的品牌有耐克、阿迪、UA、万斯、匡威、New Balance、李宁等，产品涵盖各类运动服装、鞋帽、配件、运动器材等。

- **杰之行具备线下零售终端渠道优势。**截止 2016 年 4 月，共有零售终端 265 家，零售终端面积 79,09 平方米，其中直营零售终端 176 家，店铺面积 68,800 平方米，直营店铺中集合店 44 家，专卖店 40 家（其中耐克 15 家，阿迪 5 家，UA 4 家），店中店 85 家，运动城 7 家；加盟零售终端 89 家，店铺面积 10,290 平方米。
- **杰之行优势区域主要位于湖北、湖南、安徽、江西等地区。**杰之行目前已在湖北地区的武汉、孝昌、孝感、宜昌、襄阳等地市和湖南、安徽、江西等地设立了多家子公司和分公司，自 2010 年起，杰之行开始湖北省外经销网点布局，先后在河南郑州和湖南长沙设立全资子公司。
- **预计杰之行增厚上市公司主业业绩。**杰之行 2015 年实现营业收入 8.17 亿元，净利润 4000 万元。2016 年 1~4 月，实现营业收入 2.82 亿元，实现净利润 696 万元，并承诺 2016 年净利润不低于 5000 万元，2016-2018 年净利润合计不低于 2 亿元，有利于增厚公司业绩。

6.3. 收购名鞋库 51%股权，持续布局体育鞋服线上渠道

公司收购名鞋库 51%股权，布局线上渠道。公司于 2016 年 8 月 30 日公告，为推动公司对运动鞋服线上渠道的布局，拟出资 3.83 亿元收购许松茂、黄进步、唐昕野、韩步勇、林少亭持有的名鞋库 51%的股权。此举是继 6 月收购线下零售商杰之行后，对线上渠道的持续布局。公司通过与线下渠道整合优化，实现多品牌、多市场、多渠道的布局，预计进一步推动体育产业运营战略的升级。

名鞋库成立于 2008 年，是最早起步的运动用品网络零售商之一。至今已成为运动鞋为主的垂直电商平台。目前销售规模位居行业前列，2015 年营收 3.45 亿元、净利润 0.25 亿元，2016 年 1~7 月实现营收 1.88 亿元，净利润 0.12 亿元。名鞋库平台经营优势较为突出，主要体现在正品保障优势、高性价比优势与成熟的代运营服务能力三个方面。

目前主业包括两个部分，一是通过电商平台自营销售，二是为品牌公司提供代运营服务。

- **自营销售：**公司自营渠道主要包括：1) 自有垂直平台 WWW.S.CN 名鞋库网站。2) 互联网主营电商平台天猫、京东等开设名鞋库运动旗舰店。采用买断式、规模化采购国际一线运动休闲品牌产品，主打高性价比并采用多品牌、一站式的策略，同时在线销售新百伦、斯凯奇、亚瑟士、DC、PUMA 等超过 20 个时尚运动休闲品牌。
- **代运营服务：**通过为运动品牌提供零售运营方案与代运营服务，收取服务费盈利。目前已合作的代运营品牌包括李宁、茵宝、AKP 等 5 家。公司依托于较强的仓储、物流、店铺资源整合实力，将代运营服务作为近年来新的业绩增长点，从 2014 年开始运营天猫

“李宁官方网店”，2015 年单日单店销售额达 1.25 亿元，位居本土品牌第一。

标的公司补充线上渠道运营，与线下杰之行形成协同互补效应。1) 收购名鞋库是公司持续拓展多品牌、多市场、多渠道经营的落地，体现公司由传统运动鞋服经营向体育产业运营升级的战略意图。2) 增强上市公司的互联网运营能力。有助于公司进一步以互联网思维对贵人鸟品牌进行管理，强化公司的互联网基因。3) 完善公司渠道布局。通过名鞋库和杰之行实现运动鞋服产品线上线下渠道及产品端、客户端的有效协同和区域互补，有助于公司全渠道的资源整合。

预计名鞋库增厚上市公司主业业绩。名鞋库 2016-18 年业绩承诺为 3000、4000、5000 万元，每年实现净利润可向下浮动 15%，但三年承诺实现净利润合计不低于 1.2 亿元，有望为上市公司带来实质性的业绩增厚。

图 36：杰之行线下门店



数据来源：杰之行官网

图 37：名鞋库是运动鞋为主的垂直电商平台



数据来源：名鞋库官网

6.4. 定增过会，加码建设服装自主供应链

3.96 亿定增方案过会，加码建设服装自主供应链。公司于 2016 年 8 月 10 日公告，定增过会，拟增发募集 3.96 亿用于自主建设服装生产供应链。公司拟投资 5.5 亿元用于服装生产供应链的建设，其中使用募集资金 3.96 亿元。项目计划建设 5 个服装生产车间，其中缝制车间新建 80 条服装生产线，预计建成投产后年产能达到 1000 万件。项目建设期 3 年，预计建成后该项目营业收入、净利润将分别达到 9.26 亿元、0.92

亿元。

预计体育服饰将加强供应链反应能力，控制产品品质，提升盈利能力。公司体育用品主营鞋类、服饰、配饰中，仅鞋类以自产为主，服饰、配饰全部采用外协采购模式。此模式在订单响应速度、产品质量稳定性、利润空间等方面存在一定的弊端。通过服装生产供应链的建设，公司服装类产品将实现以自产为主，提高自身供应链快速反应能力。另外能严格控制产品品质，有能力在生产环节得到较为丰厚的利润，同时降低成本提升公司盈利能力。

7. 投资建议与盈利预测

2017 年后考虑并表将显著增厚上市公司业绩。我们预计星友科技于 2016 年 8 月并表；而公司 8 月 24 日公告杰之行已通过商务部反垄断调查，预计将于 9 月并表；预计名鞋库将于 10 月实现并表。我们预计 2017 年标的由于实现全年并表，将显著增厚上市公司营收与净利润。

维持“增持”评级，维持目标价 39.28 元。公司定位大众体育市场，获得 AND1 授权，丰富后端变现品牌矩阵。一期员工持股计划 9 月 25 日到期，成交均价约 22.48 元/股，具备一定安全边际。我们维持 2016-18 年 EPS 预测 0.58/0.74/0.89 元，维持目标价 39.28 元，对应 2017 年 53 倍 PE。

8. 风险提示

主业持续低迷。尽管体育用品行业恢复增长，但行业竞争仍然激烈，公司的产品品牌、营销及质量等方面仍有待提高，因此主业的增速有可能不及预期。

国外品牌运营不及预期。虽然 AND1 的业务与目前贵人鸟的业务类似，公司也有在国内成功运营运动品牌的经验，同时中国资深篮球迷对 AND1 也有一定的品牌认知度，但 AND1 对公司来说是个全新的品牌，公司也缺少运营国际品牌的经验，公司能否成功运营还存在不确定性。

收购失败风险。虽然公司是以自有资金方式收购杰之行、名鞋库，且为主业方向，预计收购风险不大，但仍存在收购失败的不确定性。如果失败，将会较大程度影响公司 2017 年之后的业绩。

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，需在允许的范围内使用，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		