

深度切入国际化球员产业链，率先升级“足球经纪第一股”

——当代明诚（600136）深度报告

2016年11月25日

强烈推荐/首次

当代明诚

深度报告

报告摘要：

坚定转型、积极整合，以点带面抢占“影视+体育”双赛道：2014年公司提出“布局大文化生态圈，打造泛娱乐产业平台”的发展规划，随后置出原有资产、先后全资收购强视传媒和双刃剑，并以这两个底蕴深厚、占位独到的公司为支点深入布局影视和体育业务。尤其在体育业务，公司抢占关键卡位和先发优势，有望充分借力体育产业浪潮成功率先升级自有IP培育能力。

体育板块：看好公司率先升级足球球员经纪业务，切入国际化球员产业链

- ◆ 经过多年发展国际化的球员产业链已经形成：欧洲顶级联赛成为全世界球员成熟和变现的舞台，而亚非拉美的潜力球员则成为最上游的价值洼地和IP资源；

- ◆ 借鉴成熟模式，公司全方位布局青训、球探、球员地经纪公司、高水平联赛俱乐部和球员商业开发等生产环节，打通上下游

- ◆ 结合资源禀赋和运作能力，看好公司有望充分立足自身优势整合国内国外成熟团队，有效保障发掘、培育和开发的执行效率；

影视板块：制作水准、生产规模、产品线并举，有望实现稳定快速增长

- ◆ 瞄准电视剧精品化趋势，凭借上市平台的融资能力进一步发挥强视传媒的制作优势，同时提高生产能力、扩大作品产量。

- ◆ 紧追网络剧和电影发展大潮，通过与新媒体和院线的合作等加速布局，拓宽产品线

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为9.05亿元、11.4亿元、13.13亿元，同比增长109%、25%、15%；归属于上市公司股东净利润分别为2.02亿元、2.43亿元、2.86亿元，同比增长278%、20%、18%；对应PE分别为49.2、40.9、34.9；给予公司目标价25元，给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|----------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 70.97 | 431.17 | 905.42 | 1,140.10 | 1,313.61 |
| 增长率(%) | -19.05% | 507.55% | 109.99% | 25.92% | 15.22% |
| 净利润(百万元) | 1.33 | 68.70 | 217.12 | 258.23 | 300.60 |
| 增长率(%) | 28.43% | 5079.28 | 216.04% | 18.94% | 16.41% |
| 净资产收益率(%) | 0.71% | 6.15% | 8.44% | 9.48% | 10.33% |
| 每股收益(元) | 0.01 | 0.35 | 0.41 | 0.50 | 0.59 |
| PE | 2,043.00 | 58.37 | 49.24 | 40.92 | 34.85 |
| PB | 15.83 | 3.86 | 4.16 | 3.88 | 3.60 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

刘巍放

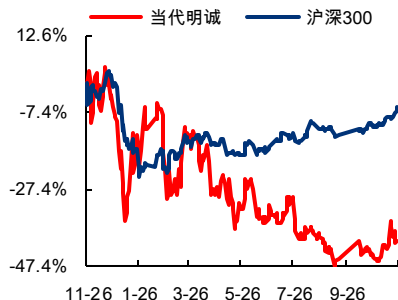
010-66554151

liuwf@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间(元) | 20.36-69.01 |
| 总市值(亿元) | 99.19 |
| 流通市值(亿元) | 49.08 |
| 总股本/流通A股(万股) | 48718/24105 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 2.32 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 坚定转型、积极整合，抢占“体育+影视”双赛道 | 4 |
| 2. 体育：率先切入体育经纪，培育核心上游资源 | 5 |
| 2.1 职业竞演业将成未来核心，体育经纪产业链亟待建立 | 6 |
| 2.1.1 职业竞演业有望成为驱动核心，体育经纪占位至关重要 | 6 |
| 2.1.2 国际化足球球员产业链已经成熟，本土体育经纪亟待加入 | 9 |
| 2.2 强势切入足球球员经纪，意欲打造“足球经纪第一股” | 10 |
| 2.2.1 耐丝国际（MBS） | 11 |
| 2.2.2 郝海东体育发展（上海）有限公司 | 13 |
| 2.2.3 俱乐部管理公司 | 13 |
| 2.2.4 Conecta 公司 | 13 |
| 2.3 资源禀赋+运作潜力，看好公司经纪业务发展前景 | 15 |
| 3. 影视：厚积薄发持续扩张，电影、电视、网络剧多点开花 | 18 |
| 3.1 强视传媒深耕布局影视板块多年，底蕴深厚 | 19 |
| 3.2 瞄准电视剧精品化趋势，定增提供资金保障 | 19 |
| 3.3 紧追网剧和电影发展大潮，加速布局拓宽产品线 | 20 |
| 3.4 依托上市平台，提升投拍规模 | 21 |
| 4. 盈利与估值 | 22 |

表格目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 1:当代明诚在体育和影视领域开展一系列对外投资和合作 | 4 |
| 表 2:世界前十大体育经纪公司 | 8 |
| 表 3:2015-2016 赛季中超外援身价不断刷新历史记录 | 10 |
| 表 4:双刃剑的三个发展阶段中都贯穿着“国际化”的要素 | 16 |
| 表 5:日本和韩国的顶级球星已经具备在欧洲变现的水准 | 18 |
| 表 6:根宝足球学校培养的运动员在当前中国足球赛场具有相当重要的地位 | 18 |
| 表 7:强视传媒一直保持较高的制作水准，佳作频出 | 19 |
| 表 8:公司非公开发行募集资金投拍项目 | 20 |
| 表 9:公司的电影和网络剧版权资源储备 | 21 |
| 表 10:收购前强视传媒每年的制作规模相对较小，制作能力未能充分释放 | 21 |
| 表 11:可比公司估值 | 23 |
| 表 12:公司盈利预测表 | 24 |

插图目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 图 1:公司营业收入和利润大幅上升 | 5 |
| 图 2:毛利率和净利率水平不断提升 | 5 |
| 图 3:相比发达国家，中国体育产业占 GDP 比重明显偏低 | 6 |

| | |
|--|----|
| 图 4:未来 10 年体育产业增长迅速，年复合增速超 12%..... | 6 |
| 图 5:中国体育产业各板块产值比重 | 7 |
| 图 6:美国体育产业各板块产值比重 | 7 |
| 图 7:体育产业各板块未来发展空间及增速，职业竞赛表演业发展突出 | 7 |
| 图 8:以经营 IP 为核心，更上游的资源往往具有更强的主导型和定价权 | 7 |
| 图 9:当代明诚的体育经纪布局模式，充分利用不同球市进行运作和协同 | 10 |
| 图 10:MBS 的股权结构 | 11 |
| 图 11:格拉纳达俱乐部股权结构 | 13 |
| 图 12:Conecta 股权结构图 | 13 |
| 图 13:未来体育板块将在统一平台下进行整合 | 14 |
| 图 14:双刃剑的“体育营销生态圈” | 16 |
| 图 15:DEFA 提出的“MORE”计划旨在提升中国的球员、教练员培养和俱乐部运营 | 17 |
| 图 16:中国制作并获得发行许可证的电视剧数量的拐点已过..... | 19 |

1. 坚定转型、积极整合，抢占“体育+影视”双赛道

公司曾是一家主营业务为磷矿石贸易、学生公寓的租赁及运营管理、房地产销售服务的企业。

2014年，公司对国家政策和行业发展趋势进行深入研究后选定文化体育产业作为未来的发展方向，提出了“布局大文化生态圈，打造泛娱乐产业平台”的长期发展规划。2015年公司结合当前文体产业的发展状态和未来态势，进一步提出了“大文化”战略，即公司将围绕“国际化、平台化、规模化”的发展思路，对内通过构建专业化的管理团队搭建内在实力，对外通过积极的投资和并购，加速培育相关业务发展。

在这一思路的指引下，公司先后在影视板块和体育板块并购优质资产，并以引入的资产和团队为核心迅速整合相关产业上下游，以点带面深化布局。

2015年2月，公司以发行股份及支付现金的方式收购浙江强视传媒股份有限公司（以下简称“强视传媒”）。

根据交易方案，公司以11.75元/股发行44,680,840股股份、同时支付12,500万现金向游建鸣等18名自然人股东和机构收购强视传媒100%的股权。根据业绩承诺和补偿安排，由强视传媒实际控制人游建鸣承诺2015年、2016年、2017年归属于母公司所有者的净利润不低于7,582万元、9,641万元、12,165万元，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润不低于6,392万元、8,164万元和10,123万元。

2016年2月，公司以发行股份及支付现金的方式收购双刃剑（苏州）体育文化传播有限公司（以下简称“双刃剑”）。

根据交易方案，公司以16.95元/股发行49,662,367股股份，同时现金支付1,100万元用以收购双刃剑100%的股权，收购对价共计8.2亿元。根据业绩承诺及补偿安排，由双刃剑实际控制人蒋立章及其一致行动人承诺2015年、2016年、2017年和2018年双刃剑合并报表口径下扣除非经营性损益后归属于母公司所有者的净利润不低于5,200万元、6,900万元、8,700万元和10,400万元。

支点公司收购完成后，公司迅速围绕核心主体展开一系列前瞻布局。

表1:当代明诚在体育和影视领域开展一系列对外投资和合作

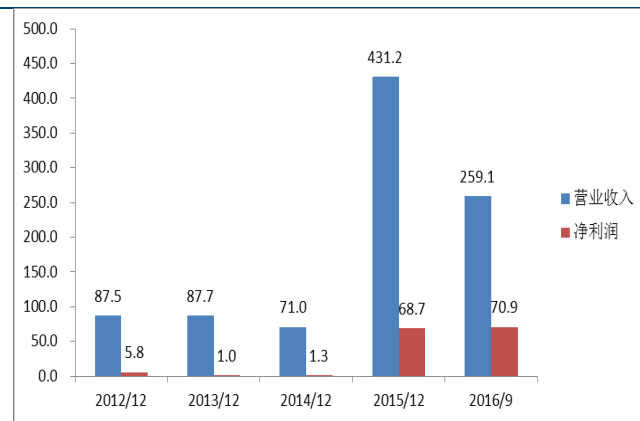
| | 时间 | 内容 |
|----|------------|---|
| | 2016/4/19 | 收购耐丝国际 |
| 体育 | 2016/6/24 | 合资设立郝海东体育发展（上海）有限公司 |
| | 2016/7/16 | 合资设立当代明诚足球俱乐部管理有限公司 |
| | 2016/7/27 | 合作设立DEFA（desports世界足球产业联盟） |
| | 2016/10/31 | 拟以旗下所有体育板块控股公司子公司向全资子公司武汉当代明诚体育发展有限公司进行划转 |
| 影视 | 2016/1/14 | 合资设立浙江依航强视影视有限公司 |
| | 2016/4/28 | 增资浙江东阳得福德多文化传媒有限公司 |

2016/10/25

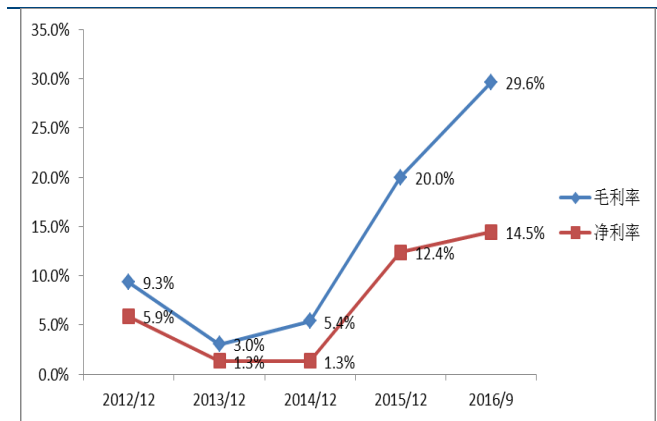
拟合资成立武汉当代指点未来影院管理有限公司

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

相关布局顺利开展, 公司经营面得以迅速改善, 新业务表现出良好的经营状况和发展势头。2015 年公司实现营业收入 4.31 亿元和净利润 6869.78 万元, 分别较上年同期增长 507.55%和 5079.28%; 2016 年前 3 季度公司累计实现收入和净利润 2.59 亿元和 7088.47 万元, 分别较上年同期增长 47.73%和 78.24%。在新业务的带动下, 公司的毛利率和净利率水平持续提升, 盈利状况明显改善。

图 1: 公司营业收入和利润大幅上升


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 毛利率和净利率水平不断提升


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

未来公司的体育业务布局具有广阔的发展前景。在政策、资本和消费红利的三重驱动下中国体育产业迎来重要启动点, 其中职业竞赛表演业作为最核心的子行业有望在未来十年实现年复合增速 25%, 到 2025 年总产值达到 9500 亿元。

公司在体育板块的支点双刃剑长期深耕职业竞演业市场的体育营销业务, 在以投资驱动的产业前期阶段具有良好的变现能力和整合核心资源的占位优势。

随着体育产业的发展, 核心 IP (高光赛事、知名俱乐部和明星运动员) 的地位会越来越突出。公司计划充分利用双刃剑的独特优势向上游 IP 发力, 打造自有核心 IP 的培育体系, 进一步占领产业高点。

近日公司公告非公开发行股份, 其中募投资金用途包括收购智利的足球经纪公司 Conecta60% 的股权。结合公司此前收购、投资和合作的耐丝国际、足球俱乐部管理公司、DEFA 世界足球联盟等, 公司向上游足球运动员 IP 资源延伸的思路正逐渐清晰。

未来我们看好公司在体育板块的资源禀赋、核心占位和先发优势, 在保证价值变现的同时实现自有球星的培育。

2. 体育: 率先切入体育经纪, 培育核心上游资源

在体育产业化的背景下体育服务业有望快速发展, 扭转原有的产业结构失衡和内容供给不足。其中最核心的职业竞赛表演业未来十年有望达到年复合 25% 的增速, 高出体育行业整体 13 个百分点。

职业竞赛表演业最重要的是培育和垄断 IP 资源，其中 IP 资源包括高光赛事、知名俱乐部和明星运动员。公司原有的体育业务以体育营销为主，积累了较强的 IP 变现能力。现在公司规划将向上游垄断资源延伸，从源头做起挖掘和培育足球明星 IP。

我们看好公司以体育营销业务为支点，以收购、对外投资和合作的专业化团队为桥头堡，以共同的利益基础和跨境运作经验为保障的经营模式，认为公司有望实现升级体育经纪的战略规划。职业竞演业强势启动，占据上游资源至关重要

2.1 职业竞演业将成未来核心，体育经纪产业链亟待建立

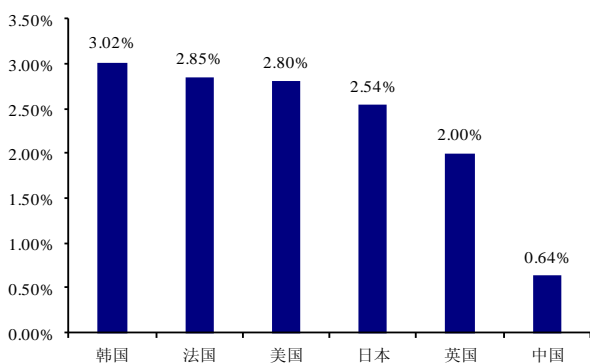
2.1.1 职业竞演业有望成为驱动核心，体育经纪占位至关重要

2014 年底以来，在政策、资本和消费红利的三重利好协同驱动下，体育产业迎来启动点。

- ◆ 以“46”号文和“体育产业十三五规划”为纲领，相关场馆建设、版权贸易、赛事审批、公共资源调度和管办分离政策陆续出台，形成全方位政策体系，着力释放上游资源、全面推进体育产业化进程。
- ◆ 资本迅速涌入，有望解决前期培育难题并加速全产业催化。一方面从变现环节入手有力推动核心 IP 走上逐步沉淀的良性循环，解决核心资源培育周期过长的问题；另一方面也积极投入到大众赛事、大众健身等体育消费领域，迅速挖掘潜在的体育消费需求，全方位催化产业发展。
- ◆ 人均收入不断增长、新生代对体育的消费观念向发达国家靠拢，“大体育”、“大健康”消费红利的到来接棒政策和资本、为行业实现从投资驱动转为利润驱动提供了有力支撑。

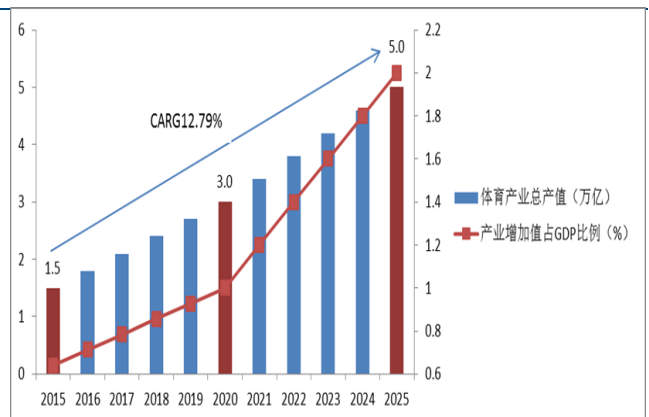
由于现阶段我国体育产业总规模占 GDP 比例较发达国家仍有较大不足，我们认为未来 10 年体育产业整体预计年复合增速有望达到 12% 左右，明显超过同期 GDP 增速。

图 3: 相比发达国家，中国体育产业占 GDP 比重明显偏低



资料来源：各国体育局，东兴证券研究所

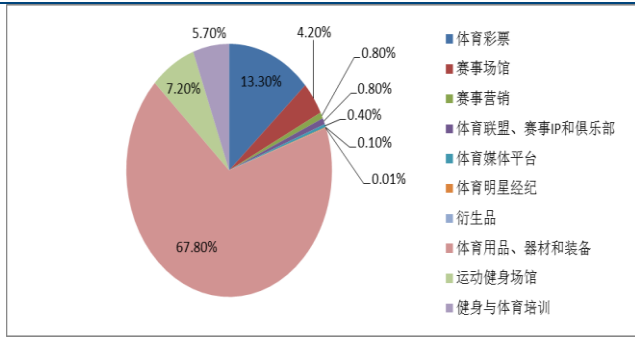
图 4: 未来 10 年体育产业增长迅速，年复合增速超 12%



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

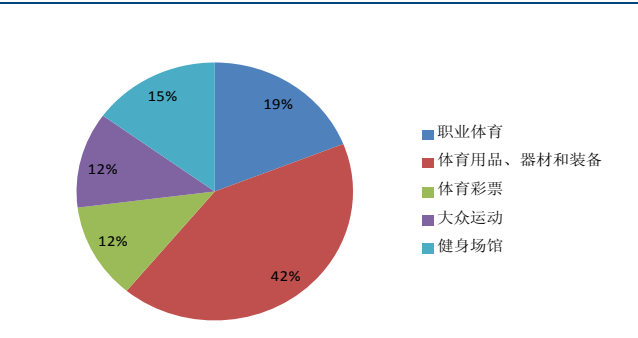
同时，在现有的体育产业结构中，以职业竞赛表演业和大众健身、比赛相关产业等核心的体育服务业占比较低，体育用品制造业占比过高，产业结构失衡。

图 5:中国体育产业各板块产值比重



资料来源：国家体育总局，易观咨询，智研咨询，东兴证券研究所

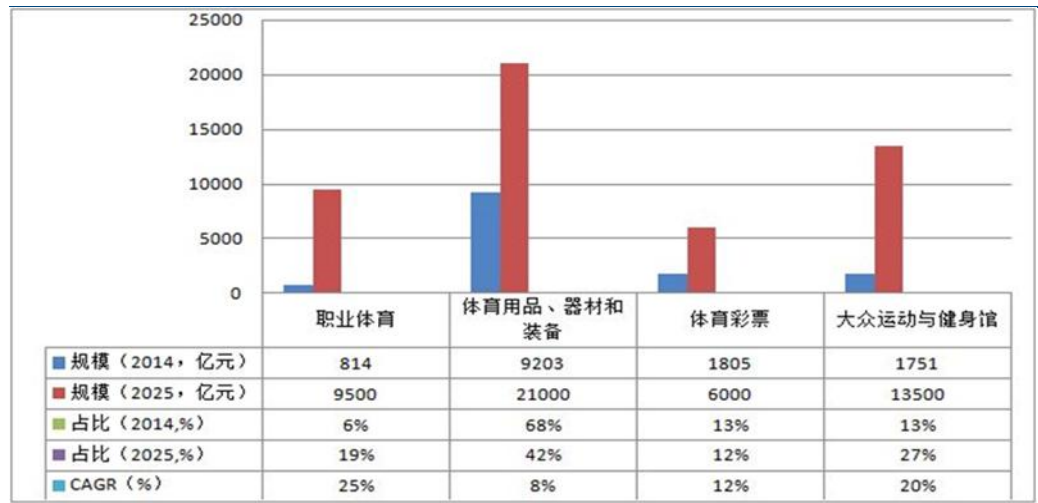
图 6:美国体育产业各板块产值比重



资料来源：国家体育总局，易观咨询，智研咨询，东兴证券研究所

我们认为本次体育产业的发展将真正触及到提供核心内容供给的体育服务业。预计到**2025年**，职业竞赛表演业有望达到**9500亿**规模，年复合增速达到**25%**，高于体育产业平均增速**13%**个百分点。

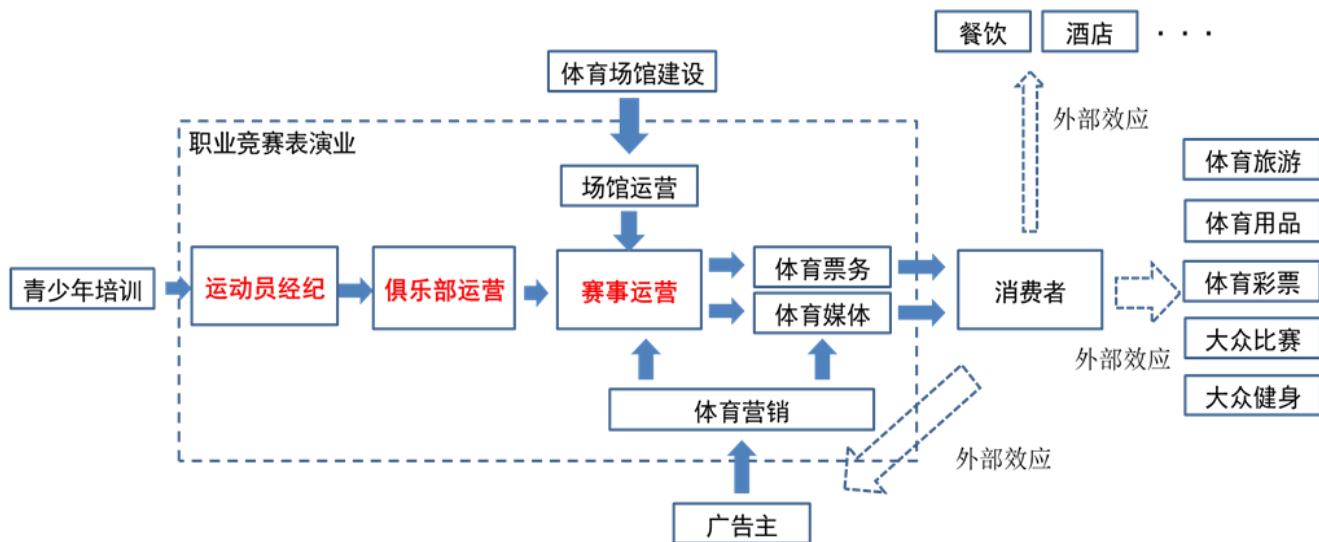
图 7:体育产业各板块未来发展空间及增速，职业竞赛表演业发展突出



资料来源：国家体育总局，美国体育局，日本文部省，东兴证券研究所

职业竞赛表演业的核心要素在于培育 IP 的品牌价值。相比于下游变现环节，从长远来看提供潜在 IP 资源的上游则具有更强的主导性和定价权。

图 8:以经营 IP 为核心，更上游的资源往往具有更强的主导型和定价权



资料来源：东兴证券研究所

体育 IP 可分为三类：高光赛事、知名俱乐部和明星运动员。其中明星运动员是最基础的 IP 单元，切入运动员经纪领域就是切入最上游的资源。

在欧美发达市场已经形成了一批体量巨大、头部资源丰富的经纪巨头。根据《福布斯》杂志的数据，2015 年世界十大体育经纪公司总共代理了交易金额 200 多亿美元的合作，赚取了超过 10 亿美元佣金。

表 2:世界前十大体育经纪公司

| 排名 | 名称 | 主营运动 | 合同交易额 (亿美元) | 佣金 (亿美元) |
|----|--|-------------------|----------------|----------|
| 1 | 创新艺人经纪公司 (CAA) | 橄榄球、篮球、棒球、高尔夫、曲棍球 | 64 | 26 |
| 2 | 波拉斯公司 (Boras Corp) | 棒球 | 17 | 1.17 |
| 3 | 相对论体育 (现已更名为独立娱乐, ISE) | 橄榄球、篮球、棒球 | 33 | 1.14 |
| 4 | 瓦瑟曼传媒集团 (Wasserman Media Group) | 橄榄球、篮球、棒球、足球、高尔夫 | 23 | 1.14 |
| 5 | 蒙蒂尔体育管理公司 (Mondial Sports Management) | 足球 | 11 | 1.05 |
| 6 | 盖斯迪福特国际公司 (Gestifute International) | 足球 | 9.6 | 0.96 |
| 7 | 八边形体育 (Octagon) | 橄榄球、篮球、棒球、曲棍球 | 22 | 0.95 |
| 8 | 卓越体育管理公司 | 棒球、篮球、高尔夫 | 20 | 0.94 |

| | | | | |
|----|---|-----|-----|------|
| | (Excel Sports Management) | | | |
| 9 | 新港体育管理公司 (Newport Sports Management) | 曲棍球 | 14 | 0.55 |
| 10 | 恒星集团 (Stellar Group) | 足球 | 4.4 | 0.44 |

资料来源：《福布斯》，东兴证券研究所

2.1.2 国际化足球球员产业链已经成熟，本土体育经纪亟待加入

足球作为商业化最成功的运动项目之一，其体育经纪产业链的发展也最为成熟。

在成熟足球球市的俱乐部运营体系中，既有依靠高投入取得优异成绩进而凭借粉丝经济取得盈利的豪门俱乐部，也有依靠球员培养和转会等获取相关收入的培训型俱乐部。**球员的培养、成名和持续变现的过程已经成为了一条成熟的产业链。**

而现在世界足球版图中更是已经形成了一套国际化的球员运作路径：

- ◆ 欧洲的各级足球比赛成为全世界青年足球队员成长和成名的平台；
- ◆ 亚洲、非洲和拉丁美洲向欧洲输出具有潜力的青年球员，在欧洲各级联赛中锻炼；
- ◆ 其中的崭露头角者将有机会进入知名俱乐部，而出众的技术和在知名俱乐部中积累的人气会使其在包括其祖国在内的市场具有超过一直在本土参赛的运动员的商业价值。

南美因其广泛的人口基础和优秀的青少年足球培养体系而成为了欧洲本土之外最重要的球员来源。

著名的意大利足球资本波佐家族依靠其在西甲、意甲和英超控股的三家俱乐部，不断发掘和培养有潜力的南美青年球员并获得了俱乐部经营和球员经纪的多重收益。

- ◆ 波佐建立了强大的球探体系，在巴西控股球员经纪公司，并与阿根廷、智利、巴西等多个俱乐部建立合作关系；
- ◆ 通过将青年球员引进到其控股的乌迪内斯（意甲）、格拉纳达（西甲）、沃德福特（英超）参加高水平的比赛，迅速提高这些球员的水平并积累人气；
- ◆ 其控股的俱乐部凭借较为低廉的人力成本和优质的球员来源得以一直处于顶级联赛中游位置。沃德福特更是在来自另外两家俱乐部的球员的支持下成功由英冠联赛升入英超；
- ◆ 当部分球员最终成长为明星时，波佐将凭借经纪关系充分享受球员转会、签约和其他商业活动带来的收益。

波佐运作的经典案例之一是 2006 年以 170 万美元买入的阿莱克斯·桑切斯，2011 年以 3750 万欧元的转会费出售给巴塞罗那俱乐部（现效力于阿森纳俱乐部并仍是世界一线球星）。

据统计，过去十年间，仅由乌迪内斯输出的转会费在 500 万欧元以上的球员的转会费累计高达 3.43 亿元。以 10% 的经纪提成比进行保守估算，仅该部分转会费提成一项，波佐的收入就在 3000 万欧元以上。

同时，在体育产业启动的大背景、80 亿版权合约的刺激和恒大等领头俱乐部的精彩表现共同推动下，中国的足球市场正呈现强进的发展态势。优秀的外援和内需的需求迫切，球员身价不断走高。

表 3:2015-2016 赛季中超外援身价不断刷新历史记录

| 排名 | 姓名 | 身价（万欧元） |
|----|-------|---------|
| 1 | 特谢拉 | 1800 |
| 2 | 拉米雷斯 | 1500 |
| 3 | 马丁内斯 | 1400 |
| 4 | 热尔维尼奥 | 1200 |
| 5 | 登巴巴 | 1200 |
| 平均 | | 1420 |

资料来源：转会市场，东兴证券研究所

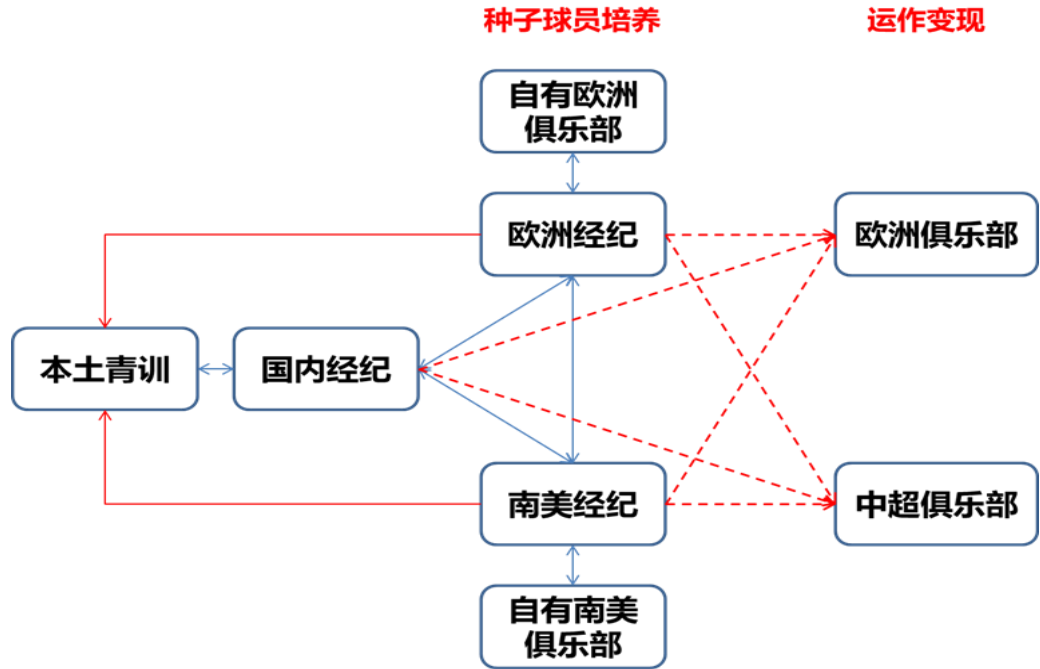
参考日韩等国球市的发展过程可以发现，本土巨星的培养是当地球市发展的必要突破口。受青训水平和联赛水平的限制，“闭门造车”式的培养方式不利于高水平本土球员的培养。因此，我们认为加入国际化的球员产业链是中国足球发展的必经之路。

2.2 强势切入足球球员经纪，意欲打造“足球经纪第一股”

为深度切入世界球员产业链、建立自有的球员挖掘和开发体系，公司规划了一套完整的生产体系；

- ◆ 收购欧洲和南美一线经纪公司，借助其球探系统发掘潜力球员；
- ◆ 控制欧洲一流联赛俱乐部，提供优质的青训体系和高水平的比赛机会；
- ◆ 借助海外先进的青训资源和国内相关领军人物搭建本土未来之星培养平台，挖掘国内潜力球员并向拉美和欧洲输送培养；

图 9:当代明诚的体育经纪布局模式，充分利用不同球市进行运作和协同



资料来源：公司公告，公开资料，东兴证券研究所

未来公司将有望拥有一批技艺精湛、人气较高且成本较低的球星资源，通过运作这些球星的转会和商业开发，公司将获得可观的经纪收入。而变现方式包括：

- ◆ 将优质的南美球员输送至欧洲，经过锻炼升值后转会至欧洲其他俱乐部，并持续享受商业开发的价值；
- ◆ 将自有的欧洲和南美的优质球员运作至中超；
- ◆ 将本土的潜力球员输送到南美和欧洲进行培养，最终溢价转会至欧洲其他俱乐部或返回中超；

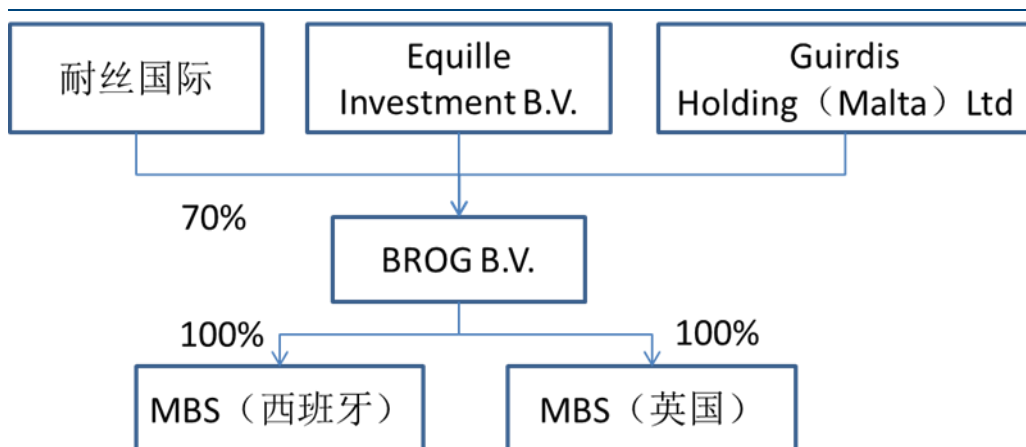
在这样的经营模式的指导下，公司迅速展开了一系列的布局行为，控股、对外投资和合作了一批兼具运作实力和优质资源的桥头堡。

2.2.1 耐丝国际（MBS）

2016年4月19日，公司以3950万欧元收购耐丝国际全部股权，耐丝国际持有BORG B.V.46%的股权。根据交易安排，公司还将以1800万欧元从BORG B.V.的其他两位股东收购24%的股权。

BORG B.V.作为控股平台，分别持有Media Base Sports, S.L（以下简称“MBS 西班牙”）和Media Base Sports 2 Limited（以下简称“MBS 英国”）100%的股权。

图 10:MBS 的股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

由顶级教练何塞普·瓜迪奥拉（现任曼城主教练，曾任巴塞罗那、拜仁主教练并带队取得辉煌战绩）的弟弟，欧洲资深足球业务人士佩拉·瓜迪奥拉（Pere Guardiola）创办。目前团队成员均为业内知名的专业体育人士，构成相对稳定；团队长期精诚合作，市场经验丰富，职责分工明确，专业优势互补。积极进取的人才培养及引进战略和良好的长效激励机制优势，确保了MBS的核心竞争力得以更好地凝聚和发挥。

MBS 西班牙和 MBS 英国分别在西班牙和英国开展球员经纪业务。其业务深度介入到球员职业生涯的全周期；

- ◆ 通过专业的球员评估系统，为球员进行职业规划，代表球员或其经纪公司与俱乐部进行接洽，深入参与到球员劳工合同谈判和球员转会谈判中，为球员寻求合适的个人成长平台；
- ◆ 通过整合运动员诉求、优质体育资源和广泛的合作品牌，为其量身定制整套经纪服务方案，深度挖掘球员价值，收取相应佣金；
- ◆ 借助完善的球探系统、精准的评估体系、丰富的球员资源和谈判能力帮助俱乐部挖掘新星，向俱乐部收取佣金收益。

截至目前，先后签约了近 30 名 18 岁以下的年轻优秀球员，并同时与 30 多位青少年优秀球员保持着密切的联系。公司已为 Luis Suárez（路易斯·苏亚雷斯）、Iniesta（伊涅斯塔）、Thiago Alcantara（蒂亚戈·阿尔坎塔拉）、SeungWoo Lee（李胜宇）等球员提供了定制化的个人经纪服务。

此外，MBS（西班牙）和 MBS（英国）还为巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等足球俱乐部提供咨询服务，协助俱乐部完成买卖球员的转会谈判、开展球探工作以及商业赛事组织和协办。先后成功运作了路易斯·苏亚雷斯转会、韩国“小梅西”李胜宇的发掘培养。

经过多年发展，主营业务已经由传统代理球员商业广告合同、工资合同和转会谈判等业务成长为到集球员/教练/俱乐部高管权益代理、商业赛事组织、青训球员挖掘（球

探)以及深度参与俱乐部运营等业务于一体的综合性资源整合平台。截止 2015 年底，MBS 合计营业利润约 2023 万人民币，净利润约 1317 万人民币。

2.2.2 郝海东体育发展（上海）有限公司

2016 年 6 月 24 日，公司与郝海东等合作共同出资设立郝海东体育发展（上海）有限公司，该公司的主营业务为体育经纪及其周边业务包括组织体育（非职业）职能训练及培训、体育文化信息咨询（除经纪）；体育（或者足球）咨询及训练等。

该公司意在发挥郝海东足球技术、足球理念和知名度，为公司开展青训相关业务。

2.2.3 俱乐部管理公司

2016 年 7 月 16 日，公司出资 2000 万元与蒋立章等共同成立俱乐部管理公司，持股比例 4.65%。目前俱乐部管理公司控股西班牙甲级联赛格拉纳达足球俱乐部。

图 11:格拉纳达俱乐部股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

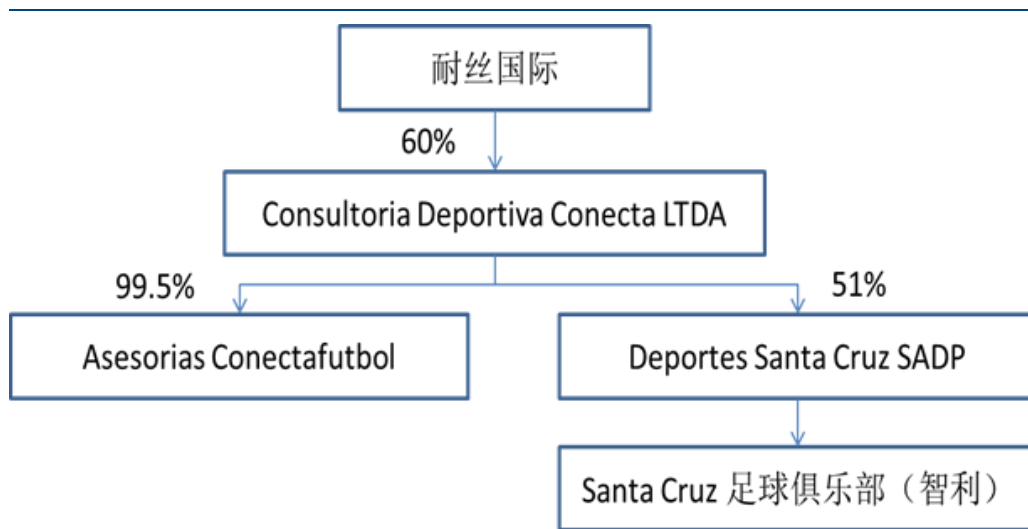
截止 2016 年 6 月 30 日（当地财政年度），格拉纳达俱乐部总资产为 6060.6 万欧元，净资产 765.1 万欧元；2015 年 7 月 1 日至 2016 年 6 月 30 日实现营业收入 4309.59 万欧元，息税前利润 367.14 万欧元。

2.2.4 Conecta 公司

2016 年 10 月 11 日，公司拟非公开发行股票，其中部分资金用于收购 Conecta60% 的股权。

Conecta 公司是一家智利体育经纪公司，持有 AsesoriasConecta futbol 公司 99.50% 的股权，并通过持有 Deportes Santa Cruz SADP 公司 51% 的股权，间接控制 Santa Cruz 足球俱乐部（智利），主要业务为球员转会、以球员肖像权转让或许可为核心的体育经纪业务及咨询服务。

图 12:Conecta 股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

Conecta 公司拥有布拉沃（智利国家队主力门将，现效力于曼城）和巴尔加斯（国家队主力前锋，现效力于那不勒斯）等知名现役智利球星的肖像权，主要客户包括西班牙毕尔巴鄂比斯开银行、韩国三星集团、荷兰 Juzzt 体育公司，天主教大学竞技俱乐部（智利）、瓦奇帕托足球俱乐部（智利）以及比利亚纽瓦、马克·冈萨雷斯等知名足球运动员；

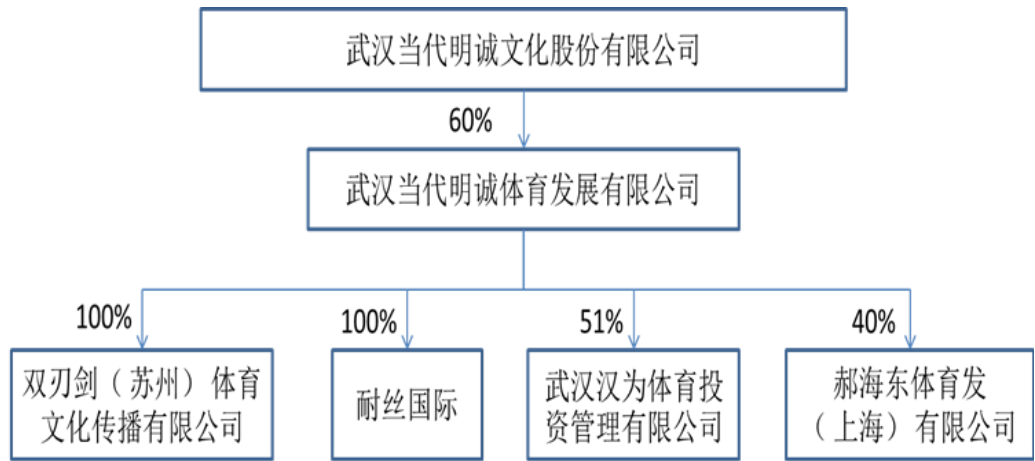
以上球员都是由 Conecta 公司发掘并培养，公司目前的收入和利润中有 60%左右来自于球员转会等收入，挖掘能力较强；

2015 年 Conecta 公司通过控制 Santa Cruz 足球俱乐部（智利），间接拥有了俱乐部的 143 名足球运动员在智利联赛经纪权，以及 100 名智利国家青年足球锦标赛的青年足球运动员的经纪权。

Conecta 公司承诺 2017 年至 2019 年，每年完成的净利润不少于 150 万美元。

2016 年 10 月 31 日公司公告将旗下所有体育板块控股子公司的全部股权价值向全资子公司武汉当代明诚体育发展有限公司进行划转增资。

图 13:未来体育板块将在统一平台下进行整合



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

作为体育板块的整合平台，未来将以此为基础进行体育板块的调整与整合。

2.3 资源禀赋+运作潜力，看好公司经纪业务发展前景

从球员地选择、一线团队实力、运营团队的整合能力、其他外部资源的合作整合、可比项目的成功经验等方面，我们认为公司具备较为充分的准备和实施的条件，看好公司能够实现战略规划。

球员地选择：南美拥有深厚的足球基础，极具天赋的优秀青年球员源源不断。但受到本地球市规模的影响，南美青年球员的身价与同年龄段、同水平条件的欧洲球员相比普遍较低。因此发掘、运作南美球员已经成为一套成熟的产业，产业链已经形成。

而在巴西、阿根廷以外的南美地区，其他南美国家的青年球员的价值还没有被充分发掘和认可，存在一片价值洼地。智利目前是传统强队林立的南美中成长性最好的地区之一，近年来国家队表现明显提升，明星球员数量不断增加。2016年智利国家队连续第二年在美洲杯上战胜阿根廷队夺得冠军，目前有包括比达尔、费尔南德斯、桑切斯、布拉沃在内的多名优秀球员在五大联赛的一线队伍中担当主力。

公司选择以智利为深耕南美的第一站，既可以享受南美球员的低成本优势，又可以借力智利足球水平的快速提升。

一线运作团队的实力：球员的挖掘和培养过程是一个专业密集型的生产环节。从青少年训练、球员输送到个人职业生涯规划、俱乐部梯队建设与战绩，无一不需要一线运作团队的专业水平。

公司目前收购和合作的一线团队都是在相关业务上深耕多年，具有稳定的人力构成、成熟的业务流程、独到的经营理念、丰富的资源禀赋、出众的运作历史和一定的知名度的团队，在各自细分领域的运作能力较为可靠。

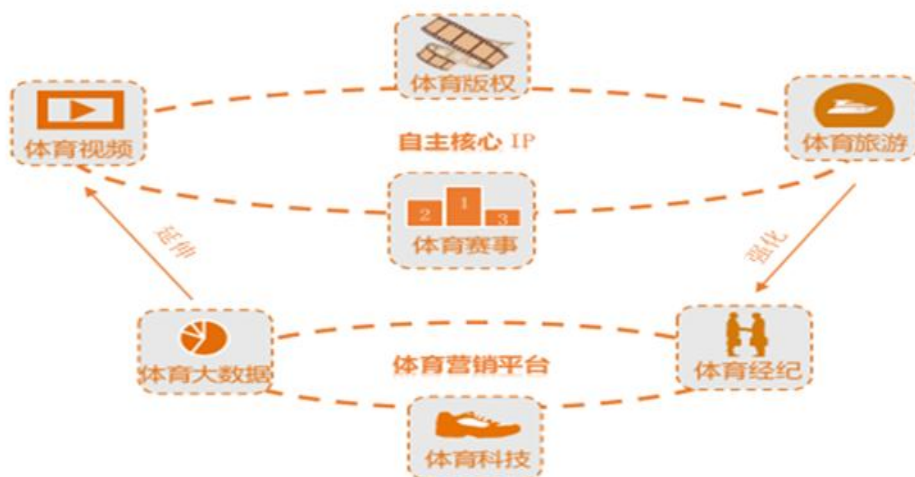
公司自有团队的整体运作能力：中国市场的巨大潜力和公司在中国市场的积累为一线团队能够通力合作、高效整合提供了现实基础；而多年的跨境运作经验在一定程度上为跨国的团队协作提供了支持。

作为公司操盘核心的双刃剑在多年深耕体育营销的过程中积累了丰富的资源和扎实的运作能力，能够有效推动海外团队的能力和资源深度介入中国市场并获得高效的变现效果。

- ◆ 在赛事 IP 方面，双刃剑已经建立友好合作关系的知名 IP 资源包括国际体育赛事（澳大利亚网球公开赛、ATP 年终总决赛、WTA 年终总决赛、中国网球公开赛、美职篮、英超、西甲、意大利超级杯、西班牙超级杯），奥委会（里约奥组委和包括南非、希腊等在内的 11 国奥委会），体育明星和亚足联等体育协会。
- ◆ 在广告主方面，双刃剑的知名合作品牌包括鸿星尔克、361 度、乔丹（中国）、新百伦、中兴通讯、VIVO 手机、金立手机、东风日产等，客户行业涉及电子、汽车、体育用品、家居家装等多个行业。

现在，借助自身的体育营销业务平台，双刃剑积极构建“体育营销生态圈”，逐步打造业务范围覆盖赛事运营、体育版权、体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技与体育大数据的大体育产业集团。目前双刃剑已将其业务拓展至体育版权及赛事运营。

图 14:双刃剑的“体育营销生态圈”



资料来源：行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，东兴证券研究所

由于顶级 IP 大多在海外，因此双刃剑团队经过多年的业务逐步积累了跨境资源运作的经验，国际化能力比较强。

表 4:双刃剑的三个发展阶段中都贯穿着“国际化”的要素

| 阶段 | 时间 | 经营举措 | 意义 |
|------|-----------|--|---|
| 创业阶段 | 2005-2009 | <p>确立了“国际化”、“市场化”的体育营销发展道路。</p> <p>先后成功运作了世界足球先生菲戈加盟柒牌男装形象代言、帮助中国运动品牌首次与国外奥委会达成合作关系、助力鸿星尔克成为第一个向欧洲足球顶级联赛投放广告的中国运动品牌等业内知名案例</p> | <p>该阶段为双刃剑的创业起步期，凭借成功运作一系列市场化、创新性的体育营销经典案例，双刃剑的体育资源、品牌客户及市场知名度得以逐渐积累，奠定了其在中国体育营销行业的市场地位</p> |

| | | | |
|--------|-----------|--|--|
| 快速发展阶段 | 2009-2013 | <p>期间先后与国际篮球联合会、亚足联等结成合作伙伴关系</p> <p>成功运作国际篮球联合会 FIBA 中国合作伙伴招募及成为篮球报独家代理机构。</p> <p>积极推进“奥运战略”，先后与近二十个国家和地区奥委会达成长期友好合作关系。</p> <p>举行“亮剑伦敦”发布会，代理十多个国家和地区奥委会招募“伦敦奥运会”中国战略合作伙伴，在国际奥委会资源方面取得了显著的市场优势</p> | <p>深入挖掘鸿星尔克“TO BE NO.1”的发展理念，为鸿星尔克量身定制了国际网球体育营销战略，成功将其打造成为中国网球运动第一品牌。</p> <p>双刃剑不断加大对于非体育用品行业客户的开拓力度，成功将其客户群体扩展至通信、服装、汽车、电子设备等行业</p> |
| 产业拓展阶段 | 2013至今 | <p>跃升国内领先的体育营销公司行列，凭借其“市场化”、“专业化”的体育营销运作，双刃剑的优质体育资源及品牌客户群体不断累积与丰富</p> | <p>以体育营销为平台，着力构建“体育营销生态圈”，力图打造覆盖赛事运营、体育版权、体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技与体育大数据等业务的大体育产业集团。</p> |

资料来源：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，东兴证券研究所

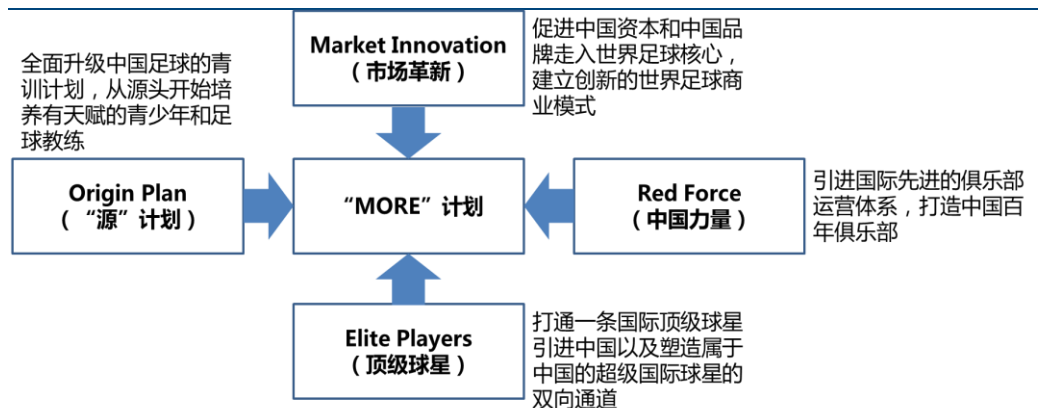
自有体系外合作：球员的挖掘和培养是一个系统化的过程，更大的协作平台、更广的资讯渠道、更深的资源互换都是提升核心竞争力的重要保证。

2016年7月27日，双刃剑携手欧洲顶级体育经纪公司 Media Base Sports (MBS)、意大利足球巨头波佐家族、重庆力帆俱乐部、中国著名足球运动员郝海东等各方足球势力共同开启 DEFA (desports Football Alliance, 全称“desports 世界足球产业联盟”) 2.0。

DEFA 是一个多方参与的资源协同平台，旨在全面升级中国足球的青训模式、打造中国的百年俱乐部和塑造属于中国的国际巨星。联盟现已涉及从球会经营、球探体系、球员经纪、大赛平台、电视转播权和足球经济的全链条布局。

未来联盟有望将欧洲中小俱乐部成熟的经营模式引入中国，让重庆力帆能够共享世界足球产业联盟横跨欧美的庞大球探体系，成熟的青训机制以及足球经济和商业营销等资源。

图 15:DEFA 提出的“MORE”计划旨在提升中国的球员、教练员培养和俱乐部运营



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

联盟的建立显示了公司在持续拓展外部合作、加强资源协同方面的实力和意愿。

可比项目的成功经验：在东亚球市中，日本和韩国已经相对领先，能够稳定地向欧洲输出的球员在五大顶级联赛的一流俱乐部获得首发机会。中国的人口资源和身体素质不在日韩之下，在合理的开发运作下有望达到甚至超过日韩现在的水平。

表 5:日本和韩国的顶级球星已经具备在欧洲变现的水准

| 国籍 | 排名 | 姓名 | 身价（英镑） |
|----|----|------|--------|
| 韩国 | 1 | 孙兴民 | 2125 |
| | 2 | 奇诚庸 | 638 |
| | 3 | 具滋哲 | 468 |
| | 4 | 南泰熙 | 213 |
| | 5 | 金甫炅 | 170 |
| | | 平均 | 722.8 |
| 日本 | 1 | 香川真司 | 1360 |
| | 2 | 冈崎慎司 | 850 |
| | 3 | 本田圭佑 | 595 |
| | 4 | 清武弘嗣 | 510 |
| | 5 | 长友佑都 | 340 |
| | | 平均 | 731 |

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

而本土化的青训是有先例可循的，但是需要由真正专业的人来操刀。

以徐根宝的根宝足球学校为例。在最新一届的中国国家男子足球队大名单的 25 名球员中，共有 7 名来自根宝足球学校，比例较为突出。而这些球员在中超的本土球员身价榜上也占据了较为靠前的位置。

表 6:根宝足球学校培养的运动员在当前中国足球赛场具有相当重要的地位

| | 本土球员收入排名 | 身价（欧元，万） |
|-----|----------|----------|
| 张琳芃 | 1 | 102 |
| 武磊 | 2 | 102 |
| 蔡慧康 | 10 | 59.5 |
| 颜骏凌 | | 42.5 |
| 姜至鹏 | | 31.9 |
| 曹赟定 | | 23.4 |
| 傅欢 | | 14.9 |

资料来源：转会市场，东兴证券研究所

综合以上因素，我们看好公司实现体育业务内部的商业闭环的动机和能力。

3. 影视：厚积薄发持续扩张，电影、电视、网络剧多点开花

公司的影视业务由强视传媒主导进行，底蕴深厚、特色突出。未来影视板块将主要从提高精品剧投入，拓宽网剧和电影等产品线，依托上市公司平台提升投拍规模等方面寻求新的突破，实现收入和利润稳定、快速的增长。

3.1 强视传媒深耕布局影视板块多年，底蕴深厚

强视传媒成立于1993年(曾用名“东阳九天影视传播有限公司”),是集影视节目制作、引进、发行、广告、演员经纪、动画制作及新媒体为一体的影视传媒公司,也是全国首批取得国家广播电视总局颁发的《电视剧制作许可证(甲种)》资质的影视制作公司之一。

公司自成立以来,始终专注于发展核心业务——影视剧制作、发行,始终保持着极高的制作水平,产出了众多优秀的成果,积累了丰富的影视剧行业经验。公司在优势拍摄题材主要古装剧、年代剧和主旋律电视剧保持高品质的同时,也在积极尝试青春爱情等符合广大中青年年龄段观众的新题材的作品。

公司拥有一流的策划、管理、经营运作人才和资深制作人、编剧、导演、演员等丰富的人力资源,与中央电视台及全国各省市电视台等国内主流媒体保持良好的业务合作关系,打造了一流的国内影视渠道资源。

表 7:强视传媒一直保持较高的制作水准,佳作频出

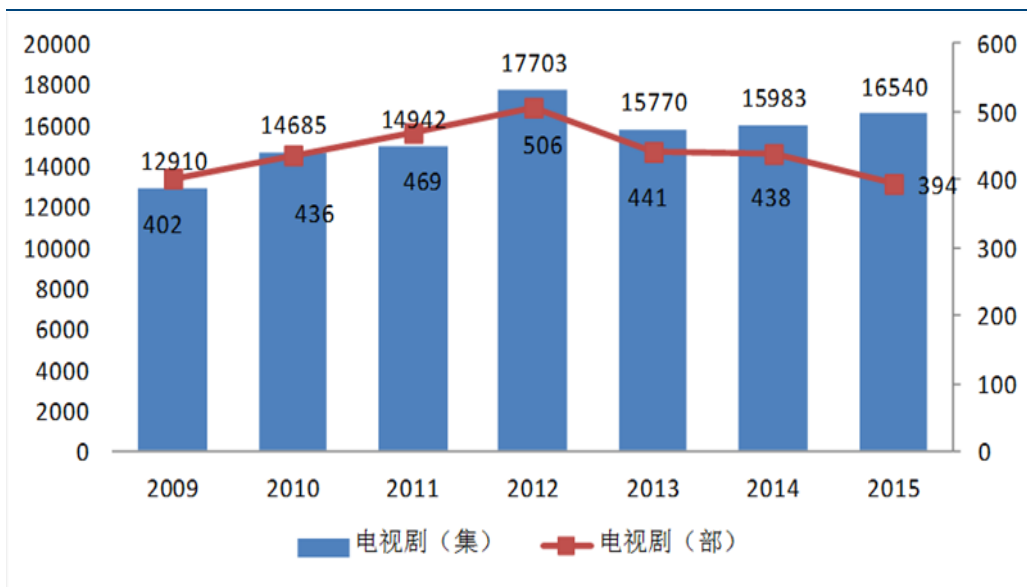
| 时间 | 重要作品 | 作品亮点 |
|------|---------|---|
| 1999 | 《小李飞刀》 | 强视传媒首次将古龙经典小说搬上荧幕,大获成功 |
| 2002 | 《金粉世家》 | 当年收视率最高的电视剧作品 |
| 2004 | 《龙票》 | 力邀著名作家王跃文任编剧并在中国中央电视台首播,央视首部“以点论价”方式购入的电视剧 |
| 2005 | 《大旗英雄传》 | 联合其他公司投资 2500 万元制作了 41 集古龙经典武侠剧 |
| 2006 | 《楚留香传奇》 | 联合其它公司投资 3200 万元,根据古龙武侠小说《铁血传奇》改编。2007 年央视八套黄金时间热播,获电视剧收视率排名第三 |
| 2015 | 《最后一战》 | 纪念中国抗日战争胜利 70 周年,单集最高收视率超过 2.5%,单集收视份额最高达到 8%;该剧也获得第六届澳门国际电视节金莲花优秀电视剧大奖 |

资料来源:公开资料,东兴证券研究所

3.2 瞄准电视剧精品化趋势,定增提供资金保障

2014 年以来,国家对电视剧行业领域的政策在“监管审核”和“鼓励鼓励”的交织之中持续推进。其中最受关注的便是 2014 年 4 月电视剧行业“一剧两星”政策的推出,使得电视台的购剧成本平均增加 25%左右,导致电视台选剧将更加谨慎,要求电视剧在制作上更加精良,向精品剧发展。由此,中国电视剧发行数量从高峰理性回落,中国电视剧市场进入平稳增长期。

图 16:中国制作并获得发行许可证的电视剧数量的拐点已过



资料来源：广电总局，中国信息产业网，东兴证券研究所

在这样的行业背景下，影视巨头纷纷进行精品化战略升级，开启了“精品化”转型的进程，开始更加注重储备优质内容尤其是精品内容，围绕顶尖的精品 IP 实现品牌价值的最大化。

公司始终瞄准精品化趋势，围绕影视 IP 进行全产业链运作，通过影视 IP 放大品牌价值、延长生命周期，优化整合高品质影视资源，实现商业价值最大化。

为了进一步加强公司的精品化战略升级进程，公司于 2016 年 10 月拟非公开发行不超过 3352 万股股票，认购金额不超过 6 亿元，扣除发行费用 1550 万元后，实际募集资金金额 5.75 亿元，为公司未来的影视制作和发行提供了坚实的资金保障。本次募集资金部分用于优质的影视剧制作项目，主要包括 7 部电视剧和 2 部电影。

表 8:公司非公开发行募集资金投拍项目

| 序号 | 项目 | 强视传媒拟投资额 (万元) | 计划开始拍摄时间 |
|----|---------------|------------------|-------------|
| 1 | 孟姜女 | 12000 | 2017 年 2 季度 |
| 2 | 相遇在普朗克温度 | 3200 | 2017 年 2 季度 |
| 3 | 青春的陷阱 | 10500 | 2017 年 2 季度 |
| 4 | 血溅津门 | 5600 | 2017 年 2 季度 |
| 5 | 英雄连 | 12000 | 2017 年 3 季度 |
| 6 | 暖冬 | 6900 | 2017 年 1 季度 |
| 7 | 愿得一人心 | 9750 | 2017 年 3 季度 |
| 8 | 给 19 岁的自己(电影) | 2500 | 2017 年 4 季度 |
| 9 | 盗梦惊魂(电影) | 2500 | 2017 年 4 季度 |
| 合计 | | 64950 | |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 紧追网剧和电影发展大潮，加速布局拓宽产品线

在电视台渠道受限制的同时，网络端的电视剧发行开始快速发展。公司紧跟网剧发展的大趋势：

- ◆ **一方面努力拓宽电视剧题材的覆盖范围**，拟通过与阳川电子、游弋出资合作成立专业影视传媒有限公司--浙江依航强视影视有限公司，并使用中国国内知名电子竞技俱乐部(EDG)商标使用权及改编权、团队成员肖像权等优质资源，开发首部以电子竞技为背景的主题影视剧集；
- ◆ **另一方面储备了大量优质的网络剧版权**，旨在加强与新媒体的合作，适时推出脍炙人口的精品网络剧。2016年上半年，强视传媒首次尝试拍摄了网络剧--《疗伤客栈》并获得了一致好评。

而在电影方面，强视传媒在总结电影投拍、制作与发行业务的过往经验以及结合当前电视行业的发展趋势，制订了传统电影与网络电影共同开发的项目计划，并拟通过与国内外优质资源合作的方式，实现利润共享、风险共担，为在该领域建立品牌美誉度和打响票房号召力奠定坚实基础。

公司开始涉足电影领域以来，成功拍摄了《新倩女幽魂》（2011）、《搞定岳父大人》（2012）和《别有动机》（2015），市场反响热烈，2015年度实现电影业务收入2800万元。

公司目前储备了诸多优质电影版权资源，预计在年底前《给19岁的我自己》、《我的爱如此麻辣》和《金粉之家》将开机，完成《人鱼大叔》剧本修改以及其他电影剧目的立项筹备工作。

表 9:公司的电影和网络剧版权资源储备

| 类别 | 序号 | 剧本 |
|------------|----|----------|
| 电影剧本 | 1 | 金粉世家 |
| | 2 | 我的爱如此麻辣 |
| | 3 | 给十九岁的我自己 |
| | 4 | 爱的回旋踢 |
| | 5 | 天外小飞仙 |
| | 6 | 人鱼大叔 |
| 网络剧/网络电影剧本 | 1 | 疗伤客栈第二季 |
| | 2 | 凶灵归来 |
| | 3 | 江湖喧嚣只为你 |
| | 4 | 驱魔人 |
| | 5 | 超能特工 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.4 依托上市平台，提升投拍规模

收购前强视传媒的影视作品制作周期往往长达一年甚至数年，生产周期较长，前期拍摄与后期制作较难滚动运行，其制作能力未能充分释放。

表 10:收购前强视传媒每年的制作规模相对较小，制作能力未能充分释放

| 作品 | 上映时间 | 播出渠道 |
|-------|------|----------------------|
| 小李飞刀 | 1999 | |
| 金粉世家 | 2002 | 中央八台、中央一台 |
| 龙票 | 2004 | 中央八台 |
| 大旗英雄传 | 2005 | 中央八台 |
| 楚留香传奇 | 2007 | 中央八台 |
| 敌营十八年 | 2008 | 中央八台 |
| 虎胆雄心 | 2009 | 中央八台 |
| 金色年华 | 2010 | 中央十一台 |
| 白狼 | 2011 | 河南卫视、黑龙江卫视、广西卫视、山东卫视 |
| 第九个寡妇 | 2012 | 湖北卫视、江苏城市频道 |
| 边城喋血 | 2012 | 四川卫视、广东卫视 |
| 隐婚日记 | 2014 | 江西卫视 |
| 秘杀名单 | 2015 | 湖北卫视 |
| 最后一站 | 2015 | 中央八台、中央一台 |
| 爱人同志 | 2016 | |
| 疗伤客栈 | 2016 | 网络 |

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

结合公司今明两年的影视剧拍摄计划，我们预计，强视传媒在上市公司平台能力的支持下能够改进作品制作方式缩短制作周期，有望达到全年滚动生产，提高生产能力。在保持作品高质量、高水准的同时，作品数量也会有较大的提升。

4. 盈利与估值

我们对公司 2016 至 2018 年盈利预测如下：

预计公司 2016 至 2018 年分别实现收入 9.05 亿元、11.4 亿元、13.13 亿元，同比增长 109.99%、25.92%、15.22%。其中：

- ◆ 影视板块预计三年分别实现收入 5.71 亿元、6.39 亿元、6.89 亿元，同比增长 65.7%、12%、7.83%；
- ◆ 体育板块预计三年分别实现收入 3.34 亿元、5.01 亿元、6.24 亿元，同比增长 128.15%、49.67%、24.65%；

预计公司 2016 至 2018 年分别实现归属母公司的净利润 2.02 亿元、2.43 亿元、2.86 亿元，同比增长 278.01%、20.3%、17.7%。对应摊薄后的 EPS 分别为 0.41 元、0.50 元、0.59 元。

假设 2016 年影视板块利润 1.1 亿元，体育板块利润 0.92 亿元。参考可比体育类上市公司和影视类上市公司的平均估值水平，我们给予体育板块 85 倍 PE，给予影视板块 40 倍 PE，公司对应市值约为 122.2 亿元，目标价 25 元/股，给予“强烈推荐”评级。

表 11:可比公司估值

| 公司名称 | 收盘价 | 盈利预测 | | | PE 估值 | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 莱茵体育 | 14.75 | 0.15 | 0.26 | 0.52 | 97.17 | 56.49 | 28.49 |
| 当代明诚 | 20.38 | 0.35 | 0.43 | 0.52 | 58.36 | 46.98 | 39.25 |
| 中体产业 | 20.19 | 0.11 | 0.14 | 0.17 | 181.24 | 146.84 | 118.28 |
| 贵人鸟 | 28.42 | 0.55 | 0.66 | 0.74 | 51.98 | 43.20 | 38.20 |
| 探路者 | 16.46 | 0.35 | 0.46 | 0.63 | 47.44 | 35.48 | 26.31 |
| 雷曼股份 | 17.15 | 0.21 | 0.27 | 0.33 | 83.21 | 64.57 | 51.69 |
| 奥拓电子 | 16.08 | 0.22 | 0.28 | 0.35 | 73.76 | 57.31 | 45.44 |
| 双象股份 | 26.06 | 0.26 | 0.40 | 0.51 | 101.44 | 65.66 | 51.24 |
| 体育类平 均值 | | | | | 86.82 | 64.57 | 49.86 |
| 华策影视 | 13.39 | 0.37 | 0.48 | 0.60 | 35.76 | 27.65 | 22.24 |
| 华录百纳 | 23.08 | 0.48 | 0.64 | 0.79 | 48.56 | 36.10 | 29.08 |
| 唐德影视 | 31.67 | 0.57 | 0.91 | 1.26 | 55.79 | 34.66 | 25.15 |
| 新文化 | 20.70 | 0.60 | 0.74 | 0.86 | 34.60 | 28.01 | 24.01 |
| 印纪传媒 | 30.95 | 0.58 | 0.69 | 0.77 | 53.22 | 44.54 | 40.17 |
| 华谊兄弟 | 12.38 | 0.39 | 0.48 | 0.61 | 31.48 | 25.73 | 20.32 |
| 光线传媒 | 11.06 | 0.24 | 0.31 | 0.39 | 45.38 | 35.78 | 28.46 |
| 影视类平 均值 | | | | | 43.54 | 33.21 | 27.06 |

资料来源: Wind, 东兴证券研究所, 以 2016 年 11 月 24 日收盘价为基准

表 12: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|------------------|---------|----------|---------|--------|--------|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产合计 | 45 | 803 | 1507 | 1921 | 2250 | 营业收入 | 71 | 431 | 905 | 1140 | 1314 |
| 货币资金 | 22 | 60 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 58 | 251 | 486 | 609 | 699 |
| 应收账款 | 10 | 401 | 744 | 937 | 1080 | 营业税金及附加 | 0 | 2 | 5 | 6 | 7 |
| 其他应收款 | 3 | 12 | 25 | 31 | 36 | 营业费用 | 1 | 17 | 36 | 46 | 53 |
| 预付款项 | 5 | 29 | 78 | 139 | 209 | 管理费用 | 9 | 50 | 100 | 125 | 144 |
| 存货 | 1 | 299 | 599 | 751 | 862 | 财务费用 | 1 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 0 | 2 | 62 | 63 | 64 | 资产减值损失 | -2.43 | 12.94 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 非流动资产合计 | 146 | 415 | 1575 | 1574 | 1574 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 418 | 418 | 418 | 投资净收益 | 0.06 | 4.99 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 固定资产 | 83.21 | 4.89 | 4.45 | 4.01 | 3.57 | 营业利润 | 4 | 86 | 280 | 354 | 411 |
| 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外收入 | 0.00 | 15.00 | 10.00 | 40.00 | 40.00 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 0.06 | 0.02 | 0.05 | 50.00 | 50.00 |
| 资产总计 | 192 | 1218 | 3082 | 3495 | 3824 | 利润总额 | 4 | 101 | 289 | 344 | 401 |
| 流动负债合计 | 45 | 240 | 201 | 246 | 285 | 所得税 | 2 | 32 | 72 | 86 | 100 |
| 短期借款 | 0 | 102 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 1 | 69 | 217 | 258 | 301 |
| 应付账款 | 5 | 56 | 106 | 133 | 153 | 少数股东损益 | 0 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 预收款项 | 2 | 8 | 22 | 39 | 59 | 归属母公司净利润 | 1 | 53 | 202 | 243 | 286 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 8 | 105 | 280 | 355 | 411 |
| 非流动负债合计 | 1 | 67 | 532 | 602 | 602 | EPS (元) | 0.01 | 0.35 | 0.41 | 0.50 | 0.59 |
| 长期借款 | 0 | 66 | 136 | 206 | 206 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 396 | 396 | 396 | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 负债合计 | 47 | 307 | 734 | 848 | 887 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 10 | 42 | 57 | 72 | 87 | 营业收入增长 | -19.05% | 507.55% | 109.99% | 25.92% | 15.22% |
| 实收资本(或股 | 104 | 164 | 487 | 487 | 487 | 营业利润增长 | 42.98% | 2158.07% | 224.63% | 26.75% | 15.94% |
| 资本公积 | 2 | 625 | 1686 | 1686 | 1686 | 归属于母公司净利 | 277.99% | 20.34% | 277.99% | 20.34% | 17.42% |
| 未分配利润 | 22 | 73 | 184 | 318 | 475 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 135 | 869 | 2395 | 2565 | 2765 | 毛利率(%) | 17.92% | 41.79% | 46.37% | 46.58% | 46.77% |
| 负债和所有者权 | 192 | 1218 | 3186 | 3485 | 3740 | 净利率(%) | 1.87% | 15.93% | 23.98% | 22.65% | 22.88% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| | | | | | | ROE(%) | | | | | |
| | | | | | | 0.50% | | | | | |
| | | | | | | 0.71% | | | | | |
| | | | | | | 6.15% | | | | | |
| | | | | | | 8.44% | | | | | |
| | | | | | | 9.48% | | | | | |
| | | | | | | 10.33% | | | | | |
| | | | | | | 24% | | | | | |
| | | | | | | 25% | | | | | |
| | | | | | | 23% | | | | | |
| | | | | | | 24% | | | | | |
| | | | | | | 1.00 | | | | | |
| | | | | | | 3.35 | | | | | |
| | | | | | | 7.48 | | | | | |
| | | | | | | 7.82 | | | | | |
| | | | | | | 7.89 | | | | | |
| | | | | | | 0.98 | | | | | |
| | | | | | | 2.11 | | | | | |
| | | | | | | 4.51 | | | | | |
| | | | | | | 4.76 | | | | | |
| | | | | | | 4.87 | | | | | |
| | | | | | | 0.37 | | | | | |
| | | | | | | 0.61 | | | | | |
| | | | | | | 0.41 | | | | | |
| | | | | | | 0.34 | | | | | |
| | | | | | | 0.36 | | | | | |
| | | | | | | 5 | | | | | |
| | | | | | | 2 | | | | | |
| | | | | | | 2 | | | | | |
| | | | | | | 1 | | | | | |
| | | | | | | 1 | | | | | |
| | | | | | | 21.94 | | | | | |
| | | | | | | 14.13 | | | | | |
| | | | | | | 11.16 | | | | | |
| | | | | | | 9.50 | | | | | |
| | | | | | | 9.16 | | | | | |
| | | | | | | 0.01 | | | | | |
| | | | | | | 0.35 | | | | | |
| | | | | | | 0.41 | | | | | |
| | | | | | | 0.50 | | | | | |
| | | | | | | 0.59 | | | | | |
| | | | | | | -0.15 | | | | | |
| | | | | | | 0.35 | | | | | |
| | | | | | | 0.16 | | | | | |
| | | | | | | 0.35 | | | | | |
| | | | | | | 0.40 | | | | | |
| | | | | | | 1.29 | | | | | |
| | | | | | | 5.30 | | | | | |
| | | | | | | 4.92 | | | | | |
| | | | | | | 5.27 | | | | | |
| | | | | | | 5.68 | | | | | |
| | | | | | | P/E | | | | | |
| | | | | | | 2043.00 | | | | | |
| | | | | | | 58.37 | | | | | |
| | | | | | | 49.24 | | | | | |
| | | | | | | 40.92 | | | | | |
| | | | | | | 34.85 | | | | | |
| | | | | | | P/B | | | | | |
| | | | | | | 15.83 | | | | | |
| | | | | | | 3.86 | | | | | |
| | | | | | | 4.16 | | | | | |
| | | | | | | 3.88 | | | | | |
| | | | | | | 3.60 | | | | | |
| | | | | | | EV/EBITDA | | | | | |
| | | | | | | 260.74 | | | | | |
| | | | | | | 32.88 | | | | | |
| | | | | | | 37.45 | | | | | |
| | | | | | | 29.75 | | | | | |
| | | | | | | 25.67 | | | | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

刘巍放

北京大学数学科学学院金融数学系本科及硕士，曾供职平安银行投资银行部从事权益类投融资项目

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。