

整合升级 IP 资源构建国际化体育集团



——当代明诚（600136）首次覆盖报告

核心观点

❖ 布局大文化生态圈，打造泛娱乐产业平台

公司锁定大文化战略，通过一系列重组和资产剥离，形成了体育板块以双刃剑体育、当代体育为核心和影视板块以强视传媒为核心的双主业模式。

❖ 体育：整合资源深耕体育版权付费，国际化升级迎接赛事井喷周期

1) 体育版权：公司拟收购的新英体育是体育行业中转播权行销最专业的公司，拥有 2017/18 和 2018/19 两个赛季英超联赛中国大陆和澳门地区的全媒体转播权和 2018-2022 欧足联国家队赛事的中国大陆地区数字媒体权和全球赞助权。新英体育主营业务收入包括版权分销、产品订阅和广告赞助，从 2015 年到 2017 年 5 月，通过英超版权实现的累计净利润约 7.75 亿元。

结合收购以及与苏宁体育建立的版权合作，公司将囊括未来 6-7 年的主流欧洲顶级足球赛事的大陆地区媒体版权，不仅将获取版权分销的稳定增长，同时有望迎来付费订阅的高速增长以及衍生节目开发带动的流量和广告变现增长。

2) 体育营销：2018-2022 年期间，3 届奥运会、2 届世界杯和 1 届男篮世界杯将在以中国为首的新兴体育市场国家举办，双刃剑的核心奥运资源和足球资源有望推动公司帮助更多的商业客户与全球顶级赛事形成合作，实现三方共赢。

3) 足球产业：公司通过自有资源为球员的培养和流动提供平台，帮助球员实现成长和价值提升，并通过经纪与营销业务完成球员商业价值的最大化开发。

❖ 影视：聚焦精品电视剧制作，挖掘多样化产品，丰富产业链布局

公司深耕影视剧制作和发行，坚持制作精良的原则，把握电视剧精品化趋势。同时挖掘电影、网剧和文学作品改编的产品潜力，拓展影院管理以丰富产业链。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司体育板块拟收购稀缺赛事版权和运营平台，并拥有体育营销和经纪、足球俱乐部 IP 等核心资源；影视板块深耕精品剧制作。暂不考虑新英体育收购，预计公司 2017-2019 年净利润为 1.92、2.35 和 2.87 亿元，EPS 为 0.40、0.48、0.59 元/股，对应 PE 为 42、35、29 倍。首次覆盖予以“增持”评级。

❖ 风险提示：业绩承诺不及预期；收购不及预期；产业布局发展不及预期；

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	569	719	891	1106
+/-%	32%	26%	24%	24%
净利润(百万)	122	192	235	287
+/-%	129%	58%	22%	22%
EPS(元)	0.25	0.40	0.48	0.59
PE	66.95	42.49	34.77	28.52

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 体育行业

报告时间 | 2017/9/27

前收盘价 | 16.22 元

公司评级 | 增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

尤鑫

证书编号：S1100116080008

021-68595231

youxin@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

对于未来成长：

未来几年，“免费+付费”的体育观赛模式将逐渐成为主流，付费订阅的用户数量和收入规模有望快速增长，同时版权衍生开发推动的流量和广告变现将带来新增长点，公司拟布局的体育版权业务将保持稳定增长。同时，体育产业结构升级、奥运会、世界杯等顶级赛事在中国及周边市场的集中举办以及中国企业全球化发展的需求，将推动体育营销市场的规模实现快速增长，公司核心的奥运资源和足球资源将推动体育营销板块的收入和利润稳定增长。

与市场观点主要差异：

市场认为公司拟收购的体育版权业务在 2020 年后持续性较低。我们更乐观：1) 通过与苏宁体育成立合资公司，公司将以一定对价获取苏宁体育现拥有的全部欧洲足球赛事版权资源，能够为新英体育 2020 年后的版权资源提供一定程度的保障；2) 赛事版权销售的周期一般为 3-5 年，在新英体育两项核心版权逐渐到期的过程中，市场上将出现欧足联俱乐部系列赛事（欧冠及欧联）、意甲、西甲、中超、亚足联国家队及俱乐部等多项顶级赛事新一轮版权竞标，新英体育凭借与上游资源长期合作、对版权市场的准确把握、行业领先的运营能力以及上市公司的平台资源，有望在新一轮版权竞标周期中获得部分优质版权资源，保障自身业务的稳定运营。

市场认为公司参与布局的体育上游资源盈利性不佳。我们更乐观：1) 通过收购和布局上游资源，将提升公司在行业的影响力、话语权和定价权，同时保证与顶级资源长期合作，避免因竞争产生的资源溢价；2) 格拉纳达俱乐部过去几个赛季营收和利润保持稳定，西甲新的转播合约将推动俱乐部营收大幅上涨；受制于中超整体的经营环境，重庆力帆 2016 赛季出现部分亏损，不过在公司足球资源的协助以及足协对俱乐部财务状况的管控下，未来有望逐渐实现盈亏平衡。3) 今年夏天欧洲转会市场进入新一轮的高价时代，公司的体育经纪业务和球员孵化模式有望获得更好的业绩表现。

首次覆盖给予“增持”评级。综合上述，我们认为公司通过收购获取稀缺顶级赛事 IP 版权和运营平台，将开拓逐渐升温的体育赛事付费市场。世界大赛井喷期将推动公司体育营销业务快速增长，体育经纪与足球产业布局随着经验的积累有望逐渐产生稳定收益。预计公司 2017-2019 年的 EPS 依次为 0.40、0.48、0.59 元/股，对应 PE 为 42、35、29 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

正文目录

投资摘要	2
一、剥离主业，转型文体	6
1.1 重组转型	6
1.2 经营业绩	7
二、体育板块：整合优质资源，构筑体育生态	9
2.1 体育媒体与版权	10
2.1.1 体育版权市场概述	10
2.1.2 理性选择：从版权贸易业务到版权居间服务	12
2.1.3 催化剂：拟收购国内领先的版权运营商-新英体育	13
2.1.4 联手苏宁体育，探索版权合作	19
2.1.5 打造国际化版权平台，开拓体育版权广阔市场	20
2.2 体育营销	24
2.2.1 体育营销市场概述	24
2.2.2 双刃剑的体育营销生态圈	26
2.2.3 催化剂：2018-2022 的奥运会和世界杯	28
2.2.4 国际化的发展战略	29
2.3 足球产业	30
2.3.1 足球俱乐部	30
2.3.2 体育经纪	32
2.3.3 青少年培训	33
2.3.4 足球产业的商业模式	34
2.4 体育场馆运营：汉为体育	36
三、影视板块：强化电视剧制作，探索产业链多元布局	37
3.1 强视传媒	38
3.1.1 老牌制作公司，经验和资源丰富	38
3.1.2 聚焦精品剧，挖掘电影、网剧和文学作品改编	39
3.1.3 丰富产业链，探索影院管理	42
四、盈利预测与估值	43
风险提示	45
盈利预测	46

图表目录

图 1:	收购重组历程.....	7
图 2:	当代明诚业务结构.....	7
图 3:	影视板块收入结构.....	7
图 4:	体育板块收入结构.....	7
图 5:	主要业务分行业毛利率 (2016)	8
图 6:	业绩承诺完成情况 (2015-2016)	8
图 7:	上半年业绩表现 (万元, 2015 不含原主业)	8
图 8:	公司下半年业绩占比较高 (万元)	8
图 9:	当代明诚体育板块布局.....	9
图 10:	体育媒体版权	10
图 11:	体育赛事版权产业链.....	10
图 12:	北美体育市场比例	10
图 13:	体育版权增速最快	10
图 14:	媒体转播技术革新	11
图 15:	市场完全竞争	11
图 16:	媒体政策限制+央视独大.....	11
图 17:	国内赛事版权收入占比较低.....	11
图 18:	用户观赛方式 (2016)	12
图 19:	国内外赛事版权新旧合约对比.....	12
图 20:	用户双刃剑版权贸易项目.....	13
图 21:	双刃剑版权贸易模式.....	13
图 22:	新英体育业务模式	14
图 23:	英超联赛版权分销 (2017/18)	15
图 24:	新英体育产品订阅 (付费会员)	15
图 25:	欧洲五大联赛海外版权价格.....	16
图 26:	欧洲五大联赛中国地区版权价格.....	16
图 27:	主要联赛微博话题阅读量.....	16
图 28:	主要联赛微博话题提及量.....	16
图 29:	2016 欧洲杯收视和社交数据	17
图 30:	海信赞助 2016 年欧洲杯	17
图 31:	新英体育的业绩 (2015 年至今, 亿)	18
图 32:	英超版权的收入和利润占主导地位 (亿)	18
图 33:	英超版权收入来源及规模 (亿)	18
图 34:	英超版权分销客户及收入 (亿)	18
图 35:	英超大陆版权分销价格变化.....	21
图 36:	英超版权价格变化 (£M)	21
图 37:	ESPN 付费订阅用户	21
图 38:	ESPN 付费订阅收入占比	21
图 39:	网络视频付费用户规模.....	22
图 40:	网络视频付费收入规模.....	22
图 41:	新英体育付费用户快速增长.....	22
图 42:	腾讯体育付费收入占比.....	22

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	海外媒体的版权衍生开发.....	23
图 44:	腾讯体育的 NBA 版权衍生开发.....	23
图 45:	体育营销业务模式	24
图 46:	北美体育市场之体育赞助/营销	24
图 47:	全球体育赞助市场规模及占比.....	25
图 48:	上游赛事资源与合作案例.....	26
图 49:	下游客户资源与合作案例.....	26
图 50:	体育营销体系	27
图 51:	格拉纳达股权结构	31
图 52:	俱乐部业绩稳定增长 (€M)	31
图 53:	重庆力帆球队收入结构.....	31
图 54:	重庆力帆球队经营表现.....	31
图 55:	耐丝国际与 MBS 股权结构	32
图 56:	MBS 旗下球员 (红框中身价>100 万欧)	33
图 57:	耐丝国际业绩表现	33
图 58:	MORE 战略.....	34
图 59:	足球产业生态链	35
图 60:	当代明诚影视板块布局.....	38
图 61:	全国国产电视剧发行许可情况 (2006-2016)	40
表格 1.	简化资产负债表 (2017 年 5 月 31 日, 亿元)	19
表格 2.	明诚传播股权比例	19
表格 3.	主要欧洲足球赛事版权资源.....	20
表格 4.	奥运合同毛利率 (万美元)	27
表格 5.	2018-2002 新兴市场体育赛事举办表	28
表格 6.	中国企业赞助奥运会&世界杯 (*参考值)	29
表格 7.	足球产业经纪与营销相关案例和收入.....	36
表格 8.	汉为体育的场馆资源.....	37
表格 9.	强视传媒优秀作品	38
表格 10.	强视传媒电视剧拍摄进度.....	40
表格 11.	强视传媒电影拍摄进度.....	41
表格 12.	强视传媒剧本储备	41
表格 13.	收入分类预测数据表 (2017-2019)	43
表格 14.	影视行业可比公司估值 (以 2017.09.15 收盘数据测算)	44
表格 15.	体育行业可比公司估值 (以 2017.09.15 收盘数据测算)	44

一、剥离主业，转型文体

当代明诚成立于 1992 年，公司原本曾是一家以磷矿石贸易、学生公寓的租赁及运营管理、房地产销售服务为主营业务的企业。

2014 年开始，公司经过深入调研，将未来发展方向定位于成长性较好、发展前景广阔的文化产业。2015 年，公司结合文化产业发展的市场趋势提出了“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，加大对文化、体育与娱乐相关产业的投资步伐及力度，并通过构建专业化团队、加强规范化管理等手段提升公司自身的内在实力，努力实现公司“布局大文化生态圈，打造泛娱乐产业平台”的长期发展规划。

因此，影视+体育的大文化产业战略成为了上市公司的布局方向。

1.1 重组转型

锁定大文化战略后，公司通过一系列资产收购和出售的运作快速完成了业务转型：

1) 6.5 亿元收购强视传媒：2015 年 2 月，公司以发行股份及支付现金的方式完成了对浙江强视传媒股份有限公司的收购。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。

2) 剥离原主业：2015 年 8 月，公司对原有非文化类资产恒裕矿业、健坤物业进行剥离，将持有的健坤物业 98%股权及恒裕矿业 80%股权出售给当代集团。当代集团以支付 8,223.09 万元现金及承担上市公司截至 2015 年 4 月 30 日对健坤物业 7,322.67 万元其他应付款和对恒裕矿业 2,076.13 万元其他应付款作为对价收购上述资产。

3) 8.2 亿元收购双刃剑体育：2016 年 2 月，公司以发行股份及支付现金的方式完成了对双刃剑（苏州）体育文化传播有限公司的收购。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。

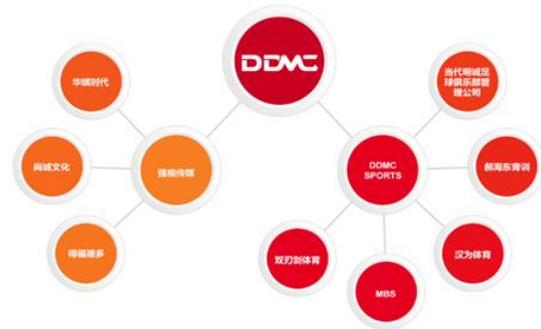
此后，上市公司持续通过收购、增资等方式不断完善自身产业链，最终形成了以强视传媒为核心，布局精品电视剧，探索网剧、电影等方向的影视板块，以及当代体育及双刃剑为核心，发力体育营销、体育经纪、体育场馆和足球产业等业务的体育板块。

图 1： 收购重组历程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 2： 当代明诚业务结构



资料来源：公司官网，川财证券研究所

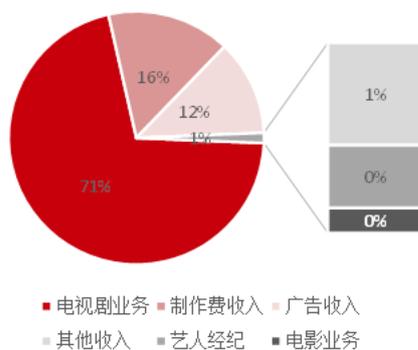
1.2 经营业绩

2016 年，公司实现营业收入 56,904.33 万元，同比增涨 31.98%；实现归属母公司净利润 12,218.42 万元，同比增涨 1286.51%。其中影视板块收入约 40,227.59 万元，占比 70%；体育板块收入约 17,024.14 万元，占比 30%。

影视板块中，电视剧收入是影视板块的核心收入来源，占比 71%，制作费和广告收入合计占比 28%，其余的艺人经纪、电影业务等还处于培育阶段。

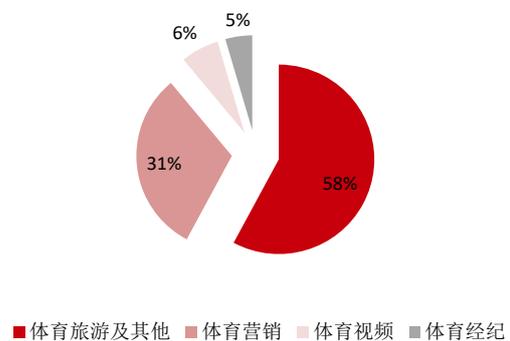
体育板块中，体育旅游业务因里约奥运会的举办，成为了 2016 年体育板块最大的收入来源，占比 58%，传统的体育营销业务收入占比 31%，体育经纪业务收入占 5%。

图 3： 影视板块收入结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

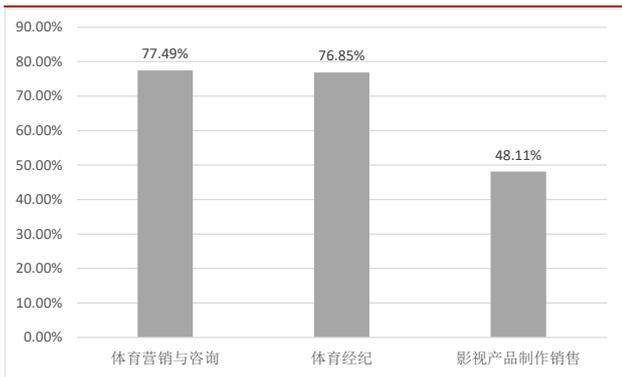
图 4： 体育板块收入结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

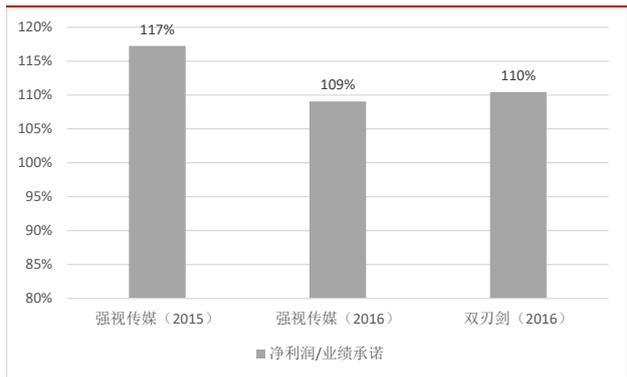
从主要业务的毛利率水平看，体育板块的毛利率水平较高，体育营销与咨询、体育经纪业务的毛利率均超过 75%，影视板块的毛利率相对较低，约 48%。从业绩承诺完成情况看，公司核心收购的强视传媒和双刃剑在 2015 年和 2016 年表现稳定，均顺利完成当年的业绩承诺目标。

图 5： 主要业务分行业毛利率（2016）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 6： 业绩承诺完成情况（2015-2016）

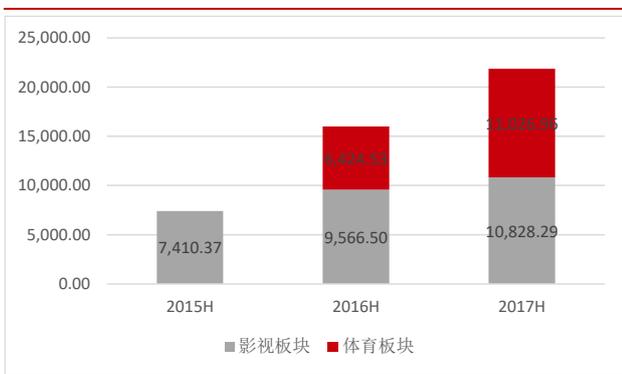


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2017 年上半年，公司实现营收 21855.25 万元，同比增长 36.67%；实现归属母公司净利润 2055.99 万元，同比增长 1.78%。其中影视板块收入 10828.29 万元，同比增长 13.19%，体育板块收入 11026.96 万元，同比增长 71.64%。

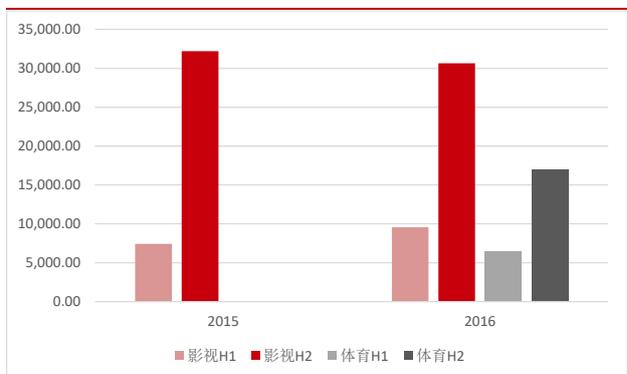
下半年，上市公司影视板块中已取得发行许可证，正在发行中的《玄武》、《开封府传奇》、《警花与警犬之再上征途》以及处于后期制作发行中的《失忆之城》等电视剧，将明显提升上市公司的业绩表现。同时，体育营销与咨询随着多个实施中项目的逐渐完成和收入确认，业绩将保持稳定增长。

图 7： 上半年业绩表现(万元, 2015 不含原主业)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 8： 公司下半年业绩占比较高 (万元)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

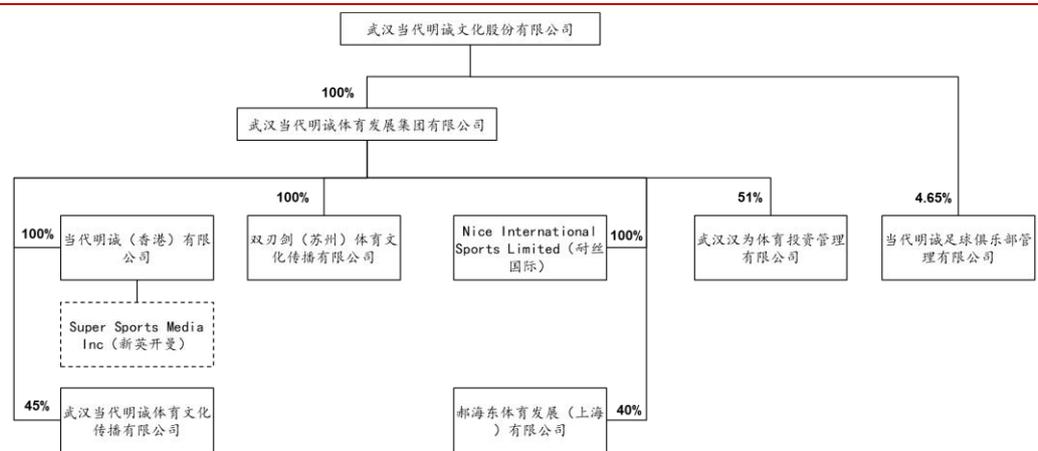
二、体育板块：整合优质资源，构筑体育生态

2014年10月，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》指出，要营造重视体育、支持体育、参与体育的社会氛围，将全民健身上升为国家战略，把体育产业作为绿色产业、朝阳产业培育扶持，破除行业壁垒、扫清政策障碍，形成有利于体育产业快速发展的政策体系。到2025年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。

公司认为，在政策扶持以及人民消费水平提高、运动需求不断增长的背景下，体育产业将在未来5-10年进入高速发展阶段。同时体育正作为一种社会文化产品被广为消费，文体融合的产业升级是现阶段国家政策鼓励和扶持的重点，也是行业未来发展趋势，借助于体育产业的高速增长有望带动已有的文化产业进入新的发展阶段。

经过公司的相关运作，除了正在收购的新英体育外，当代明诚的体育产业布局主要以当代明诚体育集团为控股平台，整体管理双刃剑体育、耐丝国际、当代明诚足球俱乐部管理公司、郝海东体育、汉为体育和明诚传播等重要业务板块公司。其中双刃剑体育的核心业务是体育营销，也是上市公司目前体育板块的主要收入来源；明诚传播是与苏宁体育成立的版权分销合作平台；耐丝国际控股MBS，负责体育经纪；足球俱乐部管理公司负责对上游足球俱乐部进行管理和资源整合；郝海东体育负责足球青训；汉为体育是体育场馆运营商。

图9：当代明诚体育板块布局



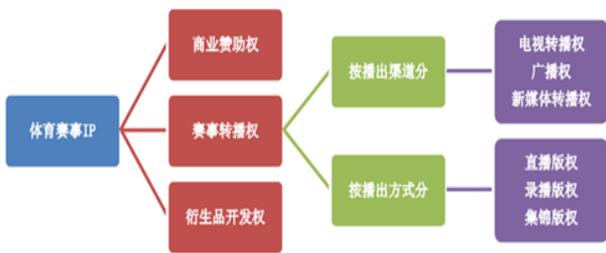
资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

2.1 体育媒体与版权

2.1.1 体育版权市场概述

体育赛事版权是体育赛事方授权媒体转播商制播赛事视频以获取收入的权利，是竞技体育的核心。竞技体育赛事强调观赏性与对抗性，因此具有很高的欣赏价值及传播价值，对应的转播权、赞助权以及周边商品授权均具有很高的商业开发价值，而其中又以转播权最为核心。同时，由于体育比赛具有很强的及时性，决定了电视、网络媒体现场直播的版权最具争夺价值。从国际成功经验和国内实践看，转播权是体育赛事经济价值的重要组成部分。

图 10： 体育媒体版权



资料来源：公司公告，川财证券研究所

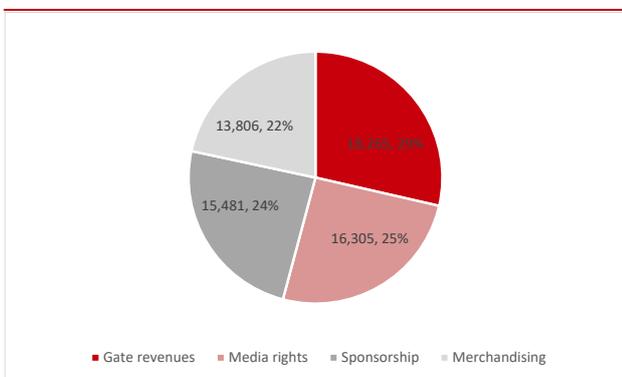
图 11： 体育赛事版权产业链



资料来源：易观智库，川财证券研究所

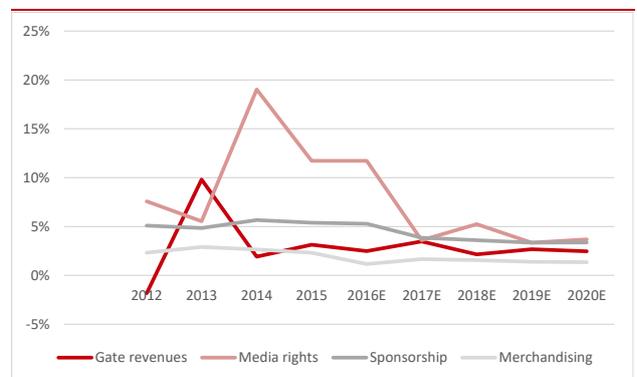
以北美地区为例：根据普华永道的报告，2015 年北美体育市场总规模 638.57 亿美元，其中体育版权市场为 163.05 亿，排名第二，占比 25.53%。从过去 5 年的数据看，体育版权在 4 大板块中增速最快，年复合增长率达 10.85%。体育版权未来 5 年将保持年均 5.5% 增速，在 2018-2019 年左右，成为北美体育产业占比最高的部分。

图 12： 北美体育市场比例



资料来源：PwC，川财证券研究所

图 13： 体育版权增速最快



资料来源：PwC，川财证券研究所

从海外成熟体育市场中媒体版权的发展来看：在市场早期，体育赛事 IP 自身影响力的扩大和媒体平台技术的革新（卫星电视、高清电视、新媒体等）相互促进，既推动了体育媒体转播市场的快速发展，也帮助体育赛事实现了广泛的市场推广和商业价值提升。此后，随着大量媒体集团的进一步涌入，体育赛事转播权市场逐渐趋向于完全竞争的状态，赛事版权价值最终在赛事影响力、媒体技术革新和市场完全竞争三方面的作用下实现了跨越式的增长，逐渐成为了体育赛事的核心收入之一。

图 14： 媒体转播技术革新



资料来源：易观智库，川财证券研究所

图 15： 市场完全竞争



资料来源：易观智库，川财证券研究所

在我国，早期的体育赛事转播受广电总局提出的“重大国际国内体育比赛的电视转播权统一由中央电视台负责谈判购买，其他电视台不得直接购买”的政策影响，呈现出转播资源分配不均衡、赛事版权方议价能力弱等情况，最终形成了央视一家独大、各地方体育电视台逐渐弱化的格局，并导致了体育赛事转播权的价值低估。

图 16： 媒体政策限制+央视独大

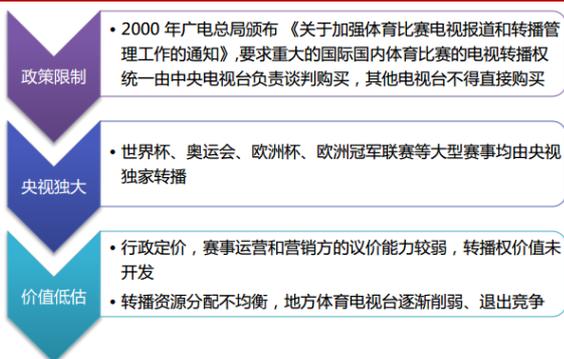
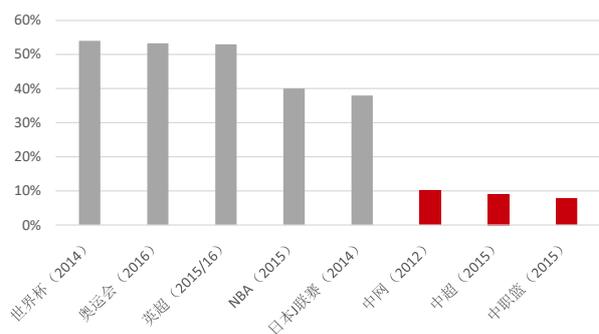


图 17： 国内赛事版权收入占比较低

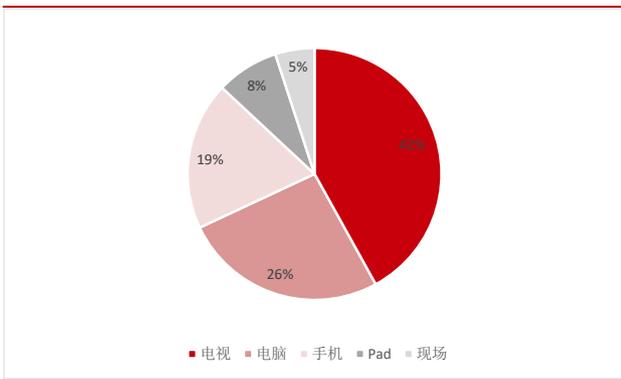


资料来源：易观智库，川财证券研究所

资料来源：川财证券研究所

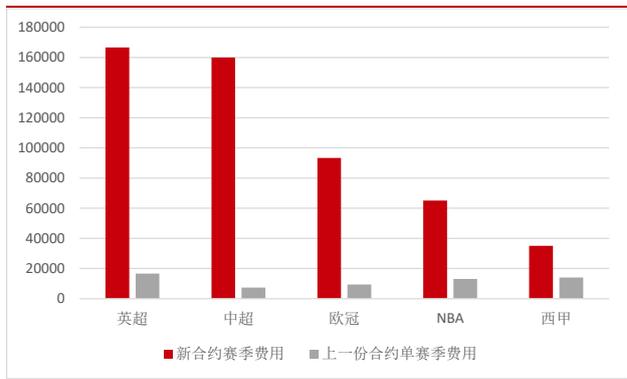
随着 2014 年国务院《关于加快体育产业促进体育产业的若干意见》出台，提出“放宽赛事转播权限制以盘活体育版权市场，促进更多企业通过竞争与合作的方式获得优质赛事资源”后，赛事转播权市场逐步向市场化方向快速发展。同时，随着近年来在线视频、网络直播技术的进步以及移动设备的普及，观众收看体育直播的习惯正在逐步变化。电视不再是唯一的收看渠道，网络媒体及移动端在体育直播市场的比重不断升高，乐视体育、聚力体育、腾讯体育、新英体育等新媒体也在近几年实现了快速发展。

图 18：用户观赛方式（2016）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 19：国内外赛事版权新旧合约对比



资料来源：川财证券研究所

体育产业的政策利好使得长期受到管控、央视垄断的版权市场被迅速打开，体育版权作为吸引广大体育粉丝和平台用户的最重要渠道成为国内媒体平台竞相争夺的关键资源。最终，大量新媒体平台参与并主导了赛事转播权的谈判和交易价格，版权的价值在政策和市场竞争两方面的作用下快速实现了定价重估并随着竞争的不断加剧越来越高。其中像中超联赛版权同上一份合约相比增长 22 倍；英超联赛版权同上一份合约相比增长 10 倍；西甲联赛版权价值同上一份合约相比上涨 25 倍。

2.1.2 理性选择：从版权贸易业务到版权居间服务

借助于自身在资源端的优势，双刃剑曾在 5、6 年前切入体育版权贸易业务。通过向国外顶级赛事版权资源方或其版权运营方进行版权采购，公司获取相关体育版权独家或非独家代理销售权益，并将其出售给国内领先的体育媒体，同时为客户提供信号维护、版权维护等后续服务。公司当时主要覆盖了西甲、ATP、巴西世预选赛等赛事版权。

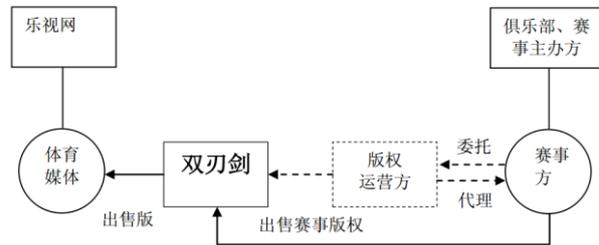
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 20： 用户双刃剑版权贸易项目

案例	服务期限	服务内容
乐视西甲版权	2013-2015赛季	西甲比赛新媒体网络转播权，以及该轮比赛的集锦节目；乐视获得“2012-15年西甲联赛互联网电视独家合作伙伴”称号
乐视ATP版权	2013-2015赛季	ATP250，ATP500，ATP1000中国大陆地区（不含港澳台地区）信息网络转播权，以及ATP网球杂志使用权
巴西世预赛版权	2012年12月1日至2014年5月30日	中国大陆境内（不包括港澳台地区）2014年巴西世界杯预选赛欧洲区和南美区2013年度预选赛（包括附加赛），以及2014年巴西世界杯前欧洲和南美国家队热身赛，共计50场的新媒体版权

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 21： 双刃剑版权贸易模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

不过在 2014 年后，随着政策松绑和网络媒体平台的激烈竞争，双刃剑体育在版权贸易业务遭遇到市场挑战后迅速调整了版权运营策略，衍生出体育版权居间服务这一新兴业务。借助于自身与西甲联盟资源方及战略合作方的长期合作，公司转型成为西甲联盟资源方在中国地区的媒体业务营销伙伴，并最终促成了西甲联盟与苏宁云商集团股份有限公司旗下上海聚力传媒技术有限公司达成“2015—2020 年西甲联赛中国大陆、澳门及台湾独家全媒体版权”合作协议。公司因此获得了 500 万欧元的服务费，并逐步将重心转移到体育版权居间服务。

2.1.3 催化剂：拟收购国内领先的版权运营商-新英体育

在近两年版权市场变现情况不及预期，资本回归理性的背景下，当代明诚从 2017 年开始通过一系列的运作重新切入到体育版权的核心领域，其中最重要的就是对新英体育的收购：

2017 年 7 月 13 日，当代明诚公告拟以明诚香港为收购主体，以支付现金的方式，购买交易对方持有的新英开曼 100% 股份并认购新英开曼新发行的股份。本次交易总对价为 5 亿美元(约 34.32 亿元)，其中 100% 股份购买对价为 4.315 亿美元，认购新发行股份 6850 万美元。当代明诚拟以境内资金换汇出境 2.9 亿美元，由明诚香港境外融资 2.1 亿美元。

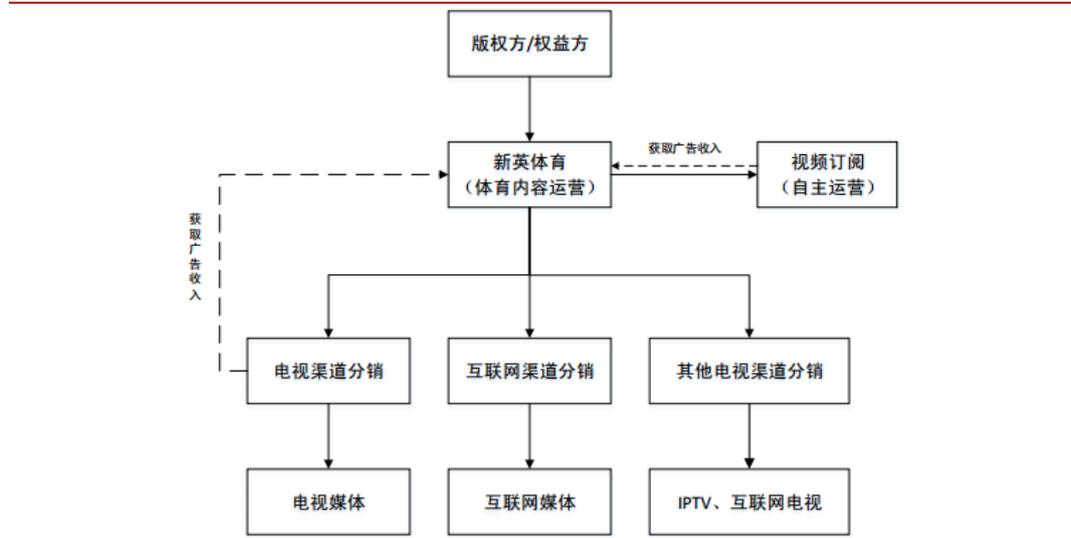
1) 公司背景

新英体育由 IDG 资本和新雅迪传媒共同投资组建，是一家体育内容运营商，其核心业务包括体育赛事版权及其他商业权利的整合运营，在渠道上主要面向互联网、广电、运营商等媒体渠道，覆盖互联网网站、电视、IPTV、互联网电视移动终端等媒体终端。

2) 主营业务

新英体育目前主营业务收入主要来自版权分销、产品订阅、广告赞助三个板块。

图 22： 新英体育业务模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.1) 版权分销业务：指新英体育通过向国外顶级赛事版权资源方或其版权运营方进行版权采购，获取相应体育版权在中国地区的独家转授权权益，随后面向电视、互联网、广电等媒体渠道进行分销，分销对象主要包括：**a)** 央视体育、五星体育、北京体育、广东体育、江苏体育、大连体育等专业体育频道及其他综合频道；**b)** 腾讯、乐视、新浪、聚力传媒等网络平台；**c)** 百视通、乐视等 IPTV、互联网电视平台。版权分销模式主要是两种：一是向分销对象直接提供国际信号，由其自行制作视频节目播出；二是由新英体育直接提供经制作的赛事节目内容，包括赛事前瞻、普通话/粤语直播解说、赛后回顾等板块。

2.2) 产品订阅业务：指观众为观看特定付费内容，向平台支付相关产品订阅的费用，新英体育从中获取订阅收入。新英体育是国内体育网络直播付费收看的先行者，也是国内消费者付费观看习惯的培养者，新英体育通过互联网平台对部分体育内容进行收费订阅观看。产品订阅收入分为有线付费电视服务以及视频网站付费服务。

图 23： 英超联赛版权分销（2017/18）



资料来源：新英体育，川财证券研究所

图 24： 新英体育产品订阅（付费会员）

权益类型	权益项	会员	非会员
内容特权	全赛季球票折扣	✓	×
	单场免费球票	✓	×
	专属观赛场次	✓	×
功能特权	多路解说	国粤英	国语（单场）
	1080P	✓	高清（单场）
	广告勿扰	✓	×
专属福利	实体球票代购	✓	×
	英伦朝圣之旅	✓	×
	球童见面会	✓	×
	特价周边商品	✓	×
	酒吧观影看球	免费或折扣优惠	全付费

资料来源：新英体育，川财证券研究所

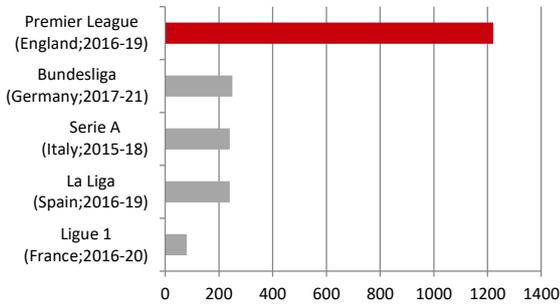
2.3) 广告业务：指新英体育作为拥有多渠道的体育内容运营商，自身既是优秀的媒体平台，能依托平台获取广告收入。新英体育的广告收入包括了电视广告、互联网广告、移动终端媒体广告等渠道。目前，电视广告占比较高，其广告资源主要通过和地方电视台“以版权换广告”的合作模式取得。在向地方电视台分销时，新英体育不仅仅向电视台直接收取版权费，还同时采取直接收费和间接换取赛事开始前及休息中的广告时段相结合的销售方式。新英体育获得电视台的广告时段后，再将广告时段出售，获取广告收入。

3) 核心资产

3.1) 2017/18、2018/19 两个赛季英超联赛中国大陆和澳门地区的全媒体转播权协议：

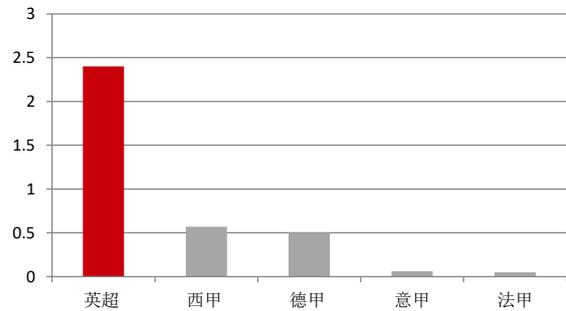
英超联赛是目前全球影响力和商业价值最高的足球比赛。对比欧洲五大联赛的海外版权价值可以看到，英超联赛遥遥领先于其他欧洲联赛，在全球足球市场具有极高的商业价值。在中国地区，英超联赛 2019-2022 赛季的总合约价值约 7.21 亿美元，平均每个赛季 2.40 亿美元，是当前西甲、德甲版权价值的 4.5 倍左右，是意甲、法甲的数十倍。同时，从新浪微博的话题阅读量和提及量来看，英超都远远超过其他中超以及其他欧洲足球赛事。总体来看，英超联赛是当前中国足球市场及全球足球市场中最有价值赛事 IP。

图 25： 欧洲五大联赛海外版权价格



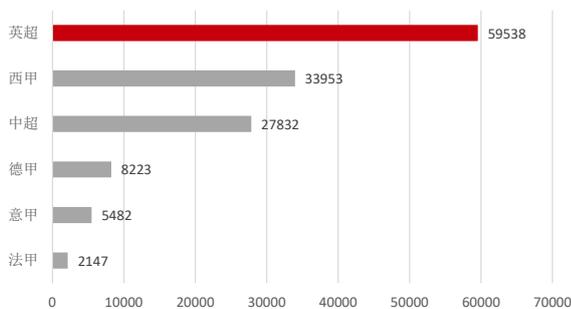
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 26： 欧洲五大联赛中国地区版权价格



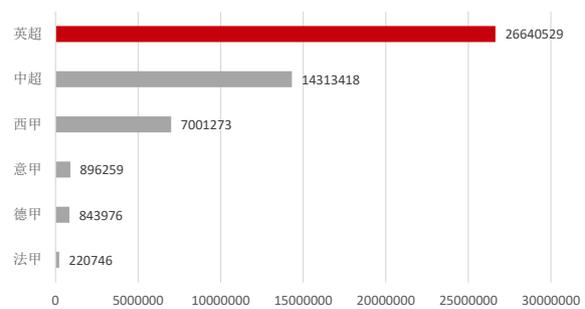
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 27： 主要联赛微博话题阅读量



资料来源：禹唐体育，川财证券研究所

图 28： 主要联赛微博话题提及量



资料来源：禹唐体育，川财证券研究所

3.2) 中国大陆地区欧足联国家队赛事数字媒体权（2018.1.1-2022.11.30）和全球赞助权（2018.1.1-2022.5.1），其中主要包括的赛事有 2022 年欧洲杯、2020 年欧洲杯欧洲区预选赛和 2022 年世界杯欧洲区预选赛等。

欧洲杯是足球领域中仅次于世界杯的第二大洲际赛事，其整体的比赛质量和技战术水平上甚至可能会超过世界杯。从 2016 年欧洲杯的相关市场表现可以看到，不论是转播的收视率、市场份额占比、收视人数还是微博平台上的话题阅读量、讨论量、互动人数等，都证明了欧洲杯在中国的巨大影响力。

也正因为欧洲杯在全球的巨大影响力，海信在 2016 年初赞助了欧足联国家队赛事，借助于 2016 年夏季法国欧洲杯的宣传，海信不仅仅提升了自身产品在欧洲尤其是发过地区的销量，更提高了公司在欧洲甚至全球的品牌知名度和美誉度，获得了欧洲地区电器渠道合作商的信任，签署了合作协议。

图 29： 2016 欧洲杯收视和社交数据



资料来源：禹唐体育，川财证券研究所

图 30： 海信赞助 2016 年欧洲杯



资料来源：海信集团，川财证券研究所

3.3) 新英体育的核心竞争力：团队、资源、平台

新英体育是目前行业里进行转播权行销的最专业公司，公司在团队、资源和平台等方面都具有较强的竞争力，同时是当下少有的通过转播权行销运营实现盈利的公司。

团队：新英体育的核心团队由以李建光、喻凌霄为核心的资深体育人士构成，其大多经历了早年天盛团队的破产过程和公司自身八年的运营成长。团队对行业的理解透彻，市场经验丰富，针对转播权运营积累了丰富的经验。

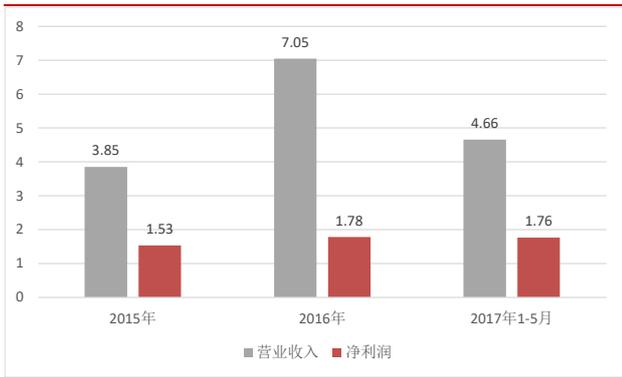
资源：在体育赛事资源方面，公司与英超公司、欧足联等上游赛事 IP 长期稳定合作；在媒体渠道方面，公司与央视、广州电视台、五星体育、腾讯、乐视、PPTV、新浪等多家电视台和媒体拥有长期合作关系。

平台：新英体育自身拥有新英体育网络平台，是公司自主打造的英超联赛独立流量入口，通过长期的运营和培育，已经积累了一定的体育付费用户。

4) 财务数据

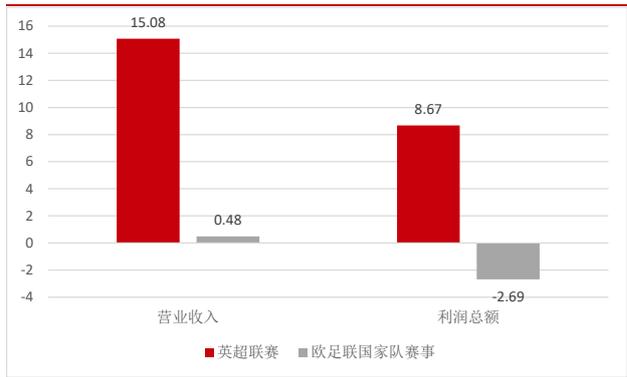
根据公告显示，新英体育 2015 年、2016 年和 2017 年 1-5 月份的营业收入分别为 3.85 亿、7.05 亿和 4.66 亿元，净利润分别为 1.53 亿、1.78 亿和 1.76 亿元。其中，核心的收入和利润均来自于英超联赛版权，欧足联相关权益目前还处于成本支出阶段，2018 年开始预计将获得稳定收入。

图 31：新英体育的业绩（2015 年至今，亿）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 32：英超版权的收入和利润占主导地位（亿）

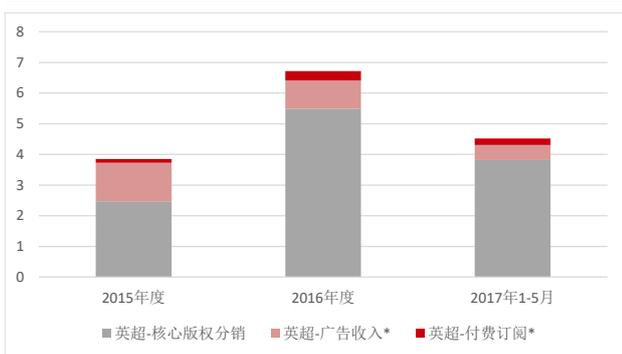


资料来源：公司公告，川财证券研究所

从具体收入结构看，英超联赛的版权分销收入是新英体育的主要收入板块，随着近年来转播包价格的不断上涨，版权分销在总收入中的占比不断提升，目前约占 80%。广告赞助的收入规模保持相对稳定，付费订阅收入规模还处于发展初期，不过增速较快。

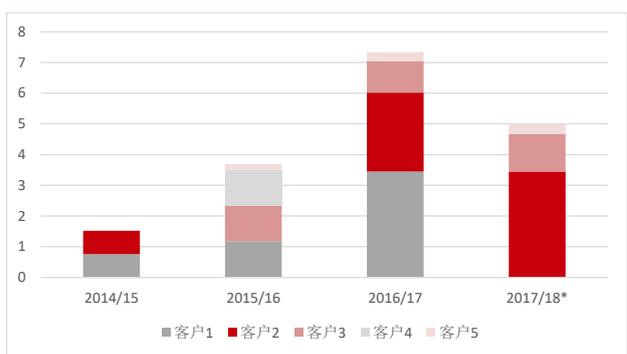
从购买版权的客户及收入看，过去 3 个赛季，英超每个赛季分销收入主要来源于 5 家客户，其中以新媒体为主。正因为新媒体在版权市场的激烈竞争，过去两个赛季英超版权分销收入相比前一个赛季分别同比增长了 99%和 143%。

图 33：英超版权收入来源及规模（亿）



资料来源：公司公告，川财证券研究所 (*测算)

图 34：英超版权分销客户及收入（亿）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

截止至 2017 年 5 月 31 日，新英开曼主要资产构成情况如下表所示：

现金方面：公司的现金及类现金资产余额 5.47 亿元，占总资产的 51.03%；

应收账款方面：共计应收账款 1.89 亿元，其中主要是新英开曼对乐视体育的应收账款为 2,470 万美元（约 1.7 亿人民币）。不过新英开曼境内子公司新英

咨询同时收到了乐视体育香港境内关联方的相应履约保证金(记录在负债端的其他应付款中),该应收账款不存在风险。此后,截至2017年7月31日,标的资产对乐视体育的应收款已经全额冲抵,未经审计的应收乐视体育的版权分销款为零美元。

表格 1. 简化资产负债表 (2017 年 5 月 31 日, 亿元)

资产		负债及所有者权益	
现金及类现金资产	5.74	有息负债	0.00
应收账款	1.89	经营性负债	1.50
其他经营性资产	0.11	其他应付款	1.81
无形资产	2.17	其他非流动负债	0.21
其他非流动资产	1.35	净资产	7.74
合计	11.26	合计	11.26

资料来源:公司公告,川财证券研究所

2.1.4 联手苏宁体育,探索版权合作

除了收购新英体育,基于发展高端体育版权运营业务的战略目标,当代明诚与江苏苏宁体育产业有限公司于2017年7月10日正式共同成立了合资公司:武汉当代明诚体育文化传播有限公司(以下简称“明诚传播”)。

表格 2. 明诚传播股权比例

股东名称	出资方式	出资额/万	出资比例/%
武汉当代明诚文化股份有限公司	现金	4500	45%
江苏苏宁体育产业有限公司	现金	4000	40%
黄双子	现金	1500	15%
合计		10000	100%

资料来源:公司公告,川财证券研究所

明诚传播是上市公司与江苏苏宁体育及各自所属产业集团就国际足球赛事进行版权分销业务的合作平台,该平台合作期限不少于10年。明诚传播将向苏宁版权方以一定对价获取其现拥有的全部欧洲足球赛事版权,未来还将持续开拓更多赛事版权获取渠道,采购相关版权,并就取得的相关版权展开分销业务。本次合作是双方应对国际版权分销市场竞争新格局、探索共赢的合作,同时也将与收购的新英体育实现优势互补。

2.1.5 打造国际化版权平台，开拓体育版权广阔市场

通过收购新英体育及与苏宁体育达成合作，当代明诚将快速实现资源的整合与互补，在未来 6-7 年的时间里囊括几乎所有欧洲顶级足球赛事的大陆媒体版权，这将改变之前国内版权豪强分立的格局，推动上市公司国际化版权平台的建设。

表格 3. 主要欧洲足球赛事版权资源

版权拥有方	赛事	版权周期	版权类型
新英体育	欧足联国家队系列赛事	2018-2022	新媒体
新英体育	英格兰足球超级联赛	2017-2019	全媒体
苏宁体育	英格兰足球超级联赛	2019-2022	全媒体
苏宁体育	西班牙足球甲级联赛	2015-2020	全媒体
苏宁体育	德国足球甲级联赛	2018-2023	全媒体

资料来源：公司公告，川财证券研究所

获取资源后，如何通过开发和运营各项体育赛事版权，开拓分销渠道，建立观众付费体系，从而发挥体育版权的巨大商业价值和社会价值是体育版权所有者面临的重要难题。当代明诚以上市公司为平台，同时嫁接新英体育运营优势与苏宁体育资源优势，通过整合三方资源，未来将同时具备上游资源获取、中游版权运作、下游版权分销、管理团队和项目经验等优势，以新英体育和合资公司为共同平台进行版权业务；新英体育也将按计划获得各赛事转播权并经营其视屏点播、广告业务。

在体育版权业务具有广阔市场空间的背景下，当代明诚打造的国际化版权平台有望在版权分销、付费订阅、衍生节目开发等业务持续实现高速增长：

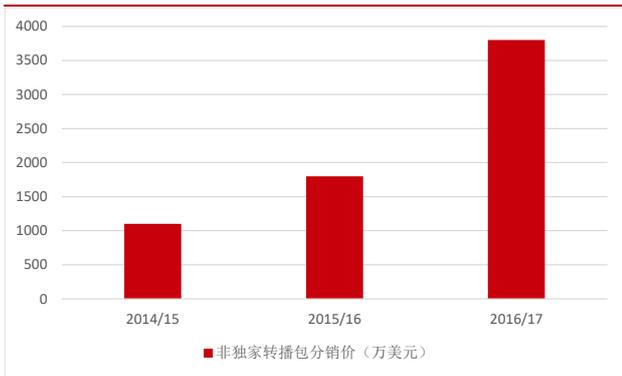
1) 版权分销：从英超大陆地区版权近几年的分销价格可以看到，单赛季的分销收入一直保持着高速增长，一方面因为原先版权市场的定价过低，另一方面也是因为英超联赛巨大的商业价值和影响力。2016/17 赛季，非独家的 250 场英超转播包的价格大约为 3800 万美元（约 2.5 亿元），3 家新媒体的总收入大约为 1.1 亿美元。相比于 2019/2020 赛季开始的 2.4 亿美元/赛季的版权成本，还存在较大的空间，从版权拥有方的出价可以看出其对分销价格持续上涨的看好。

从英超自身的版权价格也可以看到，英超近几个转播周期在本土和海外市场都保持了高速的版权增长，最近一个周期，本土的转播合约上涨了 70%，海外的版权上涨了 50%。

另外，中国大陆地区欧足联国家队赛事数字媒体权（2018.1.1-2022.11.30）同

样将成为下一个阶段的重要增长，这是该版权第一次由非央视的媒体进行运营，版权的稀缺性结合市场对欧洲杯赛事的广泛关注，有望推动欧足联赛事数字媒体权分销收入的良好表现。

图 35: 英超大陆版权分销价格变化



资料来源: 川财证券研究所

图 36: 英超版权价格变化 (£M)

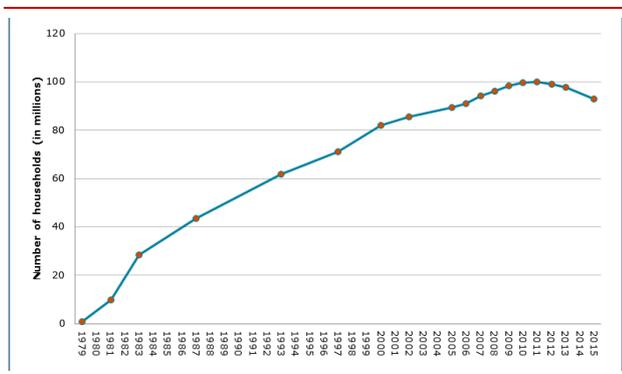


资料来源: BBC, 川财证券研究所

2) 付费订阅: 从欧美成熟的体育市场看，付费模式已经早已成为体育内容变现的核心，体育媒体版权拥有者通过主流的付费订阅模式将大部分版权成本传递给了付费观众，同时再借助广告营销等收入途径，整体上保证了平台自身的盈利能力。从某种意义上看，用户付费观看赛事直播是国外体育赛事商业化程度高度发达的强大助推力。

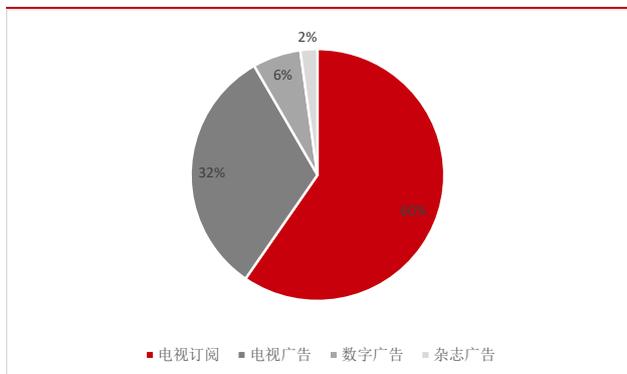
根据 SNL Kagan 统计, 2014 年美国电视体育节目订阅收入已达 172 亿美元, 有超过 84% 的美国家庭订阅了付费电视服务, 平均每月付费金额达 89.78 美元。ESPN 作为最大的体育节目频道, 用户基础接近 1 亿家庭, 近 60% 的收入来自于订阅付费服务。

图 37: ESPN 付费订阅用户



资料来源: Business Insider, 川财证券研究所

图 38: ESPN 付费订阅收入占比



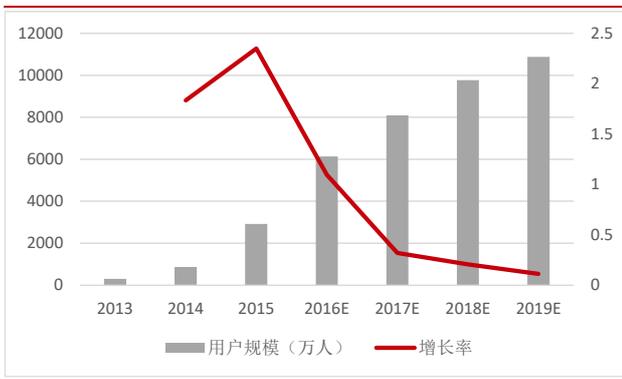
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

在中国，付费观赛市场还处于探索阶段。早期，受限于当时的消费环境、尤其是消费者对于内容付费模式的排斥，以及互联网普及程度和支付便利性等因素，天盛传媒就英超转播进行付费模式的尝试以失败而告终。

不过近年来，在消费升级的背景下，为观看自己喜爱的节目而支付费用已经越来越得到消费者的接受，同时在新媒体和移动重点的快速发展以及支付便利性的大幅提升的背景下，付费市场和消费者的付费习惯正在逐渐形成。

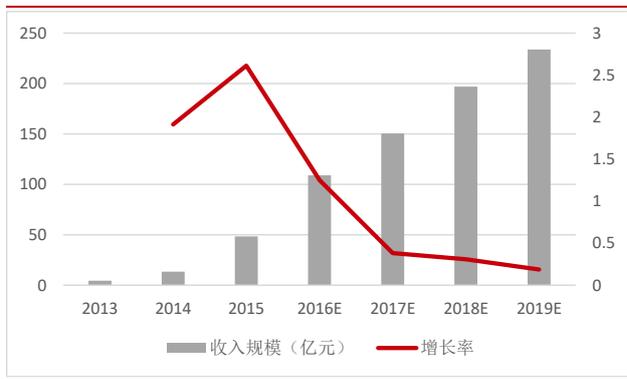
从网络视频市场看：我国的网络视频付费市场用户规模和收入规模在2013-2016年呈现出爆发性增长，预计到2019年仍将保持两位数的快速增长，同时人均为的付费支出也将保持稳定上涨。

图 39： 网络视频付费用户规模



资料来源：易观智库，川财证券研究所

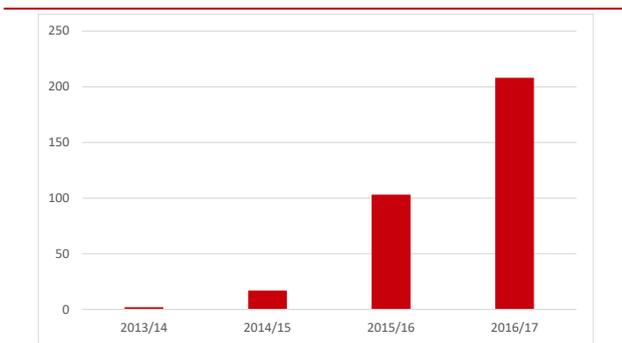
图 40： 网络视频付费收入规模



资料来源：易观智库，川财证券研究所

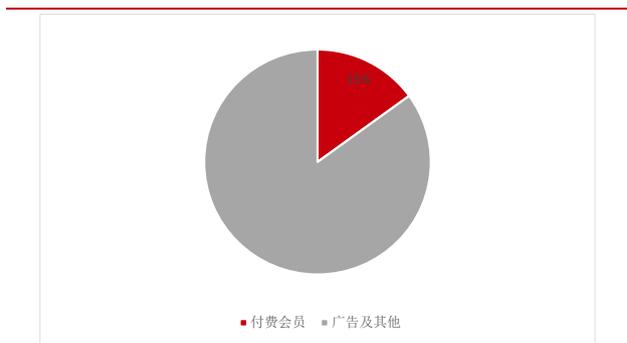
从体育行业看：2016-17 赛季，新英体育付费用户共计 208 万，同比增长超过 100%。其中，单场用户占比近 50%。刨去单场之外的付费会员数为 109 万。而腾讯体育的付费用户收入目前占比已经接近 15%。

图 41： 新英体育付费用户快速增长



资料来源：新英体育，川财证券研究所

图 42： 腾讯体育付费收入占比



资料来源：腾讯体育，川财证券研究所

长期看，“免费+付费”观赛模式将逐渐替代传统的免费模式，成为中国体育赛事未来主流的观看模式。付费订阅收入占据主导的商业模式也有望逐渐实现。新英体育作为体育版权付费订阅的开拓者和实践者，依托于自身的资源、服务和经验，有望持续扩大体育赛事付费订阅的用户数量和消费额度，在体育赛事付费市场中占据优势地位。

3) 版权的衍生利用和多元化开发：未来，通过对转播权内容的衍生利用和多元开发，以获取用户流量和广告赞助的模式，有望成为版权拥有方缓解成本压力重要手段。

在海外市场，像英国的 Sky 电视台和美国的 ESPN 电视台，除了比赛的视频直播外，还通过制作相关的综艺、技战术分析、脱口秀等衍生节目，来实现赛事版权的二次开发，从而获取相关的广告收入并吸引更多的付费用户和观众流量，如下图中 SKY 电视台的英超衍生节目《Monday Night Football》获得了汽车品牌 Ford 的赞助，TNT 的《Inside the NBA》获得了 KIA 的赞助。

在国内市场，腾讯体育借助于已有的 NBA 版权和自身的互联网资源，正在衍生节目制作、游戏开发、电商、赛事运营等方面尝试版权的多元化开发，以实现版权收益的最大化。

图 43：海外媒体的版权衍生开发



资料来源：SKY, TNT, 川财证券研究所

图 44：腾讯体育的 NBA 版权衍生开发



资料来源：腾讯体育, 川财证券研究所

2.2 体育营销

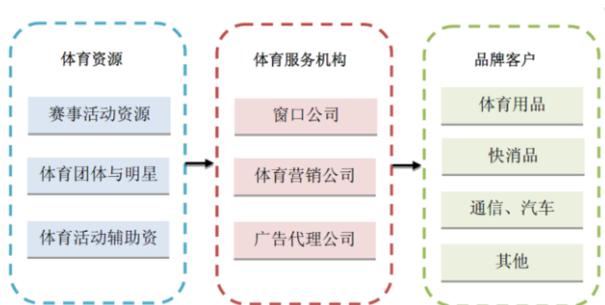
2.2.1 体育营销市场概述

体育营销是指以体育资源（包括体育赛事、体育协会、俱乐部、体育明星等）为载体而进行的产品推广和品牌传播。体育营销的核心是将体育活动中体现的体育文化融入到企业的品牌与产品中，实现体育文化、品牌文化与产品内涵三者的融合，从而引起消费者的共鸣。体育营销具有传播效果显著、形式多样化、方案设计系统性等特点。

在北美、欧洲等主要发达地区，体育产业已形成以体育赛事、体育赞助、体育版权及体育商业为核心的全产业链，体育营销业务作为体育产业的一大核心板块，具有丰富的附加值、可观的回报率，已成为品牌客户传播品牌形象、提升品牌价值和深入目标市场的重要手段。

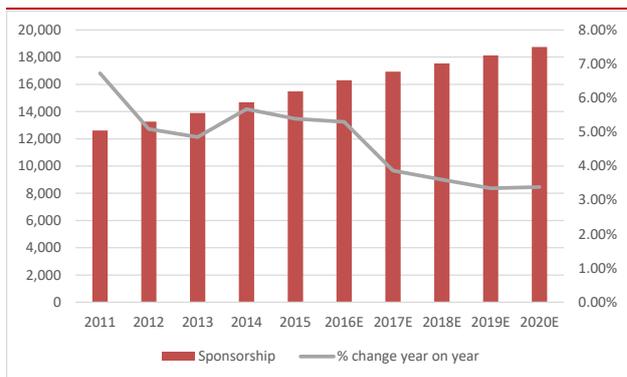
以北美地区为例：根据普华永道的报告显示，2015年北美地区体育营销市场约154.81亿美元，近5年来复合增长率约5%，是除了体育媒体版权外增速最高的板块。预计到2020年，市场规模将达到187.41亿元。根据咨询机构IEG的数据显示，2015年北美赞助市场总规模约214亿美元，其中体育赞助占比70%，约149.9亿美元。

图 45： 体育营销业务模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 46： 北美体育市场之体育赞助/营销



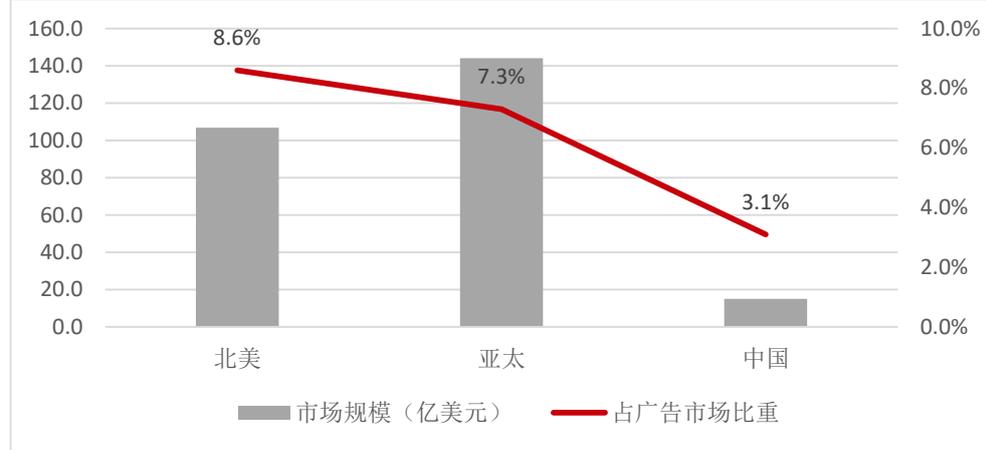
资料来源：PwC，川财证券研究所

在中国，体育赞助市场起步较晚，多数中国企业对体育赞助的认知是从2008年北京奥运会开始的。随着此后更多的赛事的转播和落地，部分企业开始进入体育赞助市场，赞助类广告的投放额度也开始稳步增长，逐步形成了国内以中超、CBA等联赛的赞助为主，国际以几家运动品牌与NBA的商业合作为主的商业赞助体系。近年来，随着政策对体育产业的推动和中国企业全球化发展的

需求，中国企业不仅开始更多的参与到奥运会、欧洲杯、世界杯等大型赛事的赞助合作中，同时还逐渐尝试海外目标市场的体育赞助（印度板球、南美洲足球等），希望通过体育赛事的影响力来提升自身的品牌价值并实现自身业务在目标市场的快速发展。

受制于长期的监管及体制因素，我国体育营销行业市场化不足，行业还处于初级发展阶段，产业规模和集中度均处于较低水平。根据易观智库的数据显示，我国体育营销占总广告市场比重为 3.1%，低于北美的 8.6%和亚太的 7.3%，具有较大的增长空间。

图 47：全球体育赞助市场规模及占比



资料来源：易观智库，川财证券研究所

在市场竞争格局方面：当代明诚旗下的双刃剑体育作为国内第一批进入体育营销服务领域的公司之一，在引领中国品牌进行国际化体育营销这一领域形成了较为明显的资源、品牌和团队等先发优势。不过，公司仍面临着欧迅体育、盛开体育、凌势动力等国内公司的竞争。同时，相对于国际知名的 IMG、盈方、八方环球、拉加代尔等体育营销公司，国内从事体育营销业务的公司起步较晚、规模普遍较小、业务较为单一，尚不具备与国际知名体育营销公司相抗衡的实力。

总体来说，从海外成熟体育市场的体育产业发展历程可以看到，市场化的体育营销能够极大地提高体育产业的附加值，推动体育产业的繁荣发展，体育营销的专业化、市场化、国际化是行业发展的必然趋势。随着我国体育产业和体育服务业的不断发展，体育营销作为对接体育 IP 资源方和品牌企业的环节，将帮助更多的中国企业借助体育 IP 在国际舞台展示它们的品牌，同时借助于本土化的团队为国际品牌和版权商在中国开展业务提供支持。

2.2.2 双刃剑的体育营销生态圈

当代明诚旗下的双刃剑体育成立于 2004 年，是一家体育营销整体解决方案提供商、体育版权贸易服务商及体育赛事与活动运营商。其传统核心业务为体育营销，主要是协助链接上游体育资源和下游品牌客户，并通过自身专业的市场分析，设计营销策略、实施营销方案并评估活动效果等。

经过十几年的行业积累，双刃剑与众多的国际顶级赛事资源方、国内外知名体育团体和多名体育明星等建立了深厚友好的合作关系：1) 国际顶级体育赛事：ATP、WTA、澳网、中网、上海劳力士大师赛、阿布扎比网球公开赛、NBA、英超、西甲等；2) 各国家及地区奥组委：里约奥组委、南非奥组委、希腊奥组委、伊朗奥组委、土库曼斯坦奥组委等；3) 体育明星：麦迪、罗布雷多、拉奥尼奇、库兹涅佐娃等。

同时，双刃剑凭借自身全面专业的服务质量及发展多元化客户的经营策略，在体育用品、媒体、通信、快消等多个行业建立了深厚、多元的客户基础：1) 体育用品：鸿星尔克、361°、乔丹体育等；2) 新媒体：乐视网、网易彩票；3) 通信电子设备：VIVO、海康威视；4) 食品饮料：能量王、蓝剑饮品（冰川时代）；5) 其他：上海市旅游局、国家体育总局游泳运动管理中心等。

图 48：上游赛事资源与合作案例



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 49：下游客户资源与合作案例



资料来源：公司公告，川财证券研究所

奥运会在全球具有巨大的影响力和商业价值，是体育营销中的核心资源之一，鉴于奥运会的全球影响力、国内客户的赞助需求以及国内体育观众对奥运会的热情，奥运战略顺理成章的成为了公司的核心战略。

在奥运战略初期，公司以奥运代表团为切入点，更多致力于帮助商业客户赞助全球各国家及地区的奥委会。随着双刃剑在国际奥运资源领域的深耕，其与各类国际奥运资源方的合作关系更为紧密，可获取的奥运赞助资源级别更高且商

业价值更大。从 2013 年起，苏州双刃剑集中拓展获取国际奥组委和奥运会主办方奥组委的相关赞助权益，帮助国内商业客户完成了从奥运赛事赞助外围走向核心的里程碑式的跨越，基于双刃剑所获取的奥运资源更为核心，该类业务规模及毛利率也随之进一步提升。

十年以来，双刃剑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，在奥运资源上取得了显著的市场优势。未来，公司仍将深入拓展奥运资源，利用奥运资源持续打造双刃剑国际营销的核心竞争力。

表格 4. 奥运合同毛利率（万美元）

合同名称	合同金额	签订时间	毛利率
2014 年伊朗奥委会赞助	80,000	2013 年	50%
2013-2014 土库曼斯坦赞助	220,000	2013 年	48%
2014-2016 希腊奥委会赞助	750,000	2014 年	65%
2011-2016 南非奥委会赞助	840,000	2011 年	64%
2016 里约奥运会赞助	9,000,000	2014 年	82%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

目前基于“政策利好、需求爆发、产业升级”的行业背景以及“大市场、大格局”的行业趋势，利用自身的体育营销业务平台，公司正积极构建“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，夯实自身在体育营销市场的竞争力。

图 50： 体育营销体系



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2.2.3 催化剂：2018-2022 的奥运会和世界杯

体育世界的格局正在不断变化，新兴体育市场正越来越多的参与到全球顶级体育赛事的举办和商业合作中。以中国为例：近年来中国已经举办了夏季奥运会、亚运会、女足世界杯等国际性赛事，并且是 2022 年冬季奥运会的举办国；同时，万达、阿里巴巴等集团企业也已经与国际足联、国际篮联、国际奥委会等多家重要体育组织签署了合作协议，海信、VIVO 等国产品牌也开始赞助世界杯、欧洲杯等赛事。

同时，在欧美体育市场格局基本稳定的情况下，奥委会、国际足联等全球顶级体育赛事和组织也希望通过挖掘新兴市场的重要机会以保证赛事收入的持续增长，并且提升自身的影响力和商业价值。因此，奥运会、世界杯、男篮世界杯等赛事，将纷纷在 2018-2022 年期间在以中国为首的新兴体育市场举办。

奥运会、世界杯、男篮世界杯等都是全球影响力最大、最顶尖的体育赛事，对于希望拓展品牌影响力、全球化发展的新兴市场品牌客户来说，有着极大的宣传推广价值。同时，未来几届举办地几乎都是亚洲时间，与中国、俄罗斯、印度等国家基本不存在时差。这对于全球品牌来说，同样是极好的机会。赛事的举办地和举办时间将保证品牌持续的宣传。有助于企业开拓这些市场发展潜力极高的重要国家。因此，顶级体育赛事、新兴市场、成熟市场三者的相互需要，给予了体育营销公司在新兴市场广阔的发展空间。

表格 5. 2018-2022 新兴市场体育赛事举办表

举办时间	赛事类别	举办国/城市	时差
2018.02	冬季奥运会	韩国/平昌	+1
2018.06	世界杯	俄罗斯/几个城市	-5
2019.09	男篮世界杯	中国/几个城市	0
2020.07	夏季奥运会	日本/东京	+1
2022.02	冬季奥运会	中国/北京&张家口	0
2022.08	世界杯	卡塔尔/几个城市	-5

资料来源：川财证券研究所

体育营销本身不仅仅是简单的赞助谈判，它需要营销公司深入挖掘上游体育资源与下游的品牌客户的价值契合点，并融合了市场研究、品牌规划、创意与设计、整合传播等一系列内容。双刃剑的体育营销业务一直致力于推进中国品牌的国际化发展，其主打的奥运战略也一直是公司体育营销的核心产品。未来 5 年，随着奥运会、世界杯顶级赛事进入亚洲、进入中国，以及中国“一带一路”战略的持续推进，双刃剑将在供需两端获得更多的机会，借助于地理区域和文

化相近的优势，双刃剑将能够更好的整合相关资源，设计出优质的整体营销方案及落地实施活动，从而最大限度的借助赛事资源，实现企业的品牌价值宣传。

2.2.4 国际化的发展战略

体育资源的商业价值和影响力是影响体育营销效果的关键因素。在当下全球体育市场中，以欧美为主的体育市场已经进入了成熟发展期，其培育出的奥运会、世界杯等全球性赛事以及英超、NBA 等区域性赛事均已经在全球获得了最高的关注。因此，为了更好的提升营销效果，体育营销业务势必需要国际化发展，与欧美顶尖的体育资源形成商业合作。

体育营销在中国的起步较晚，在早期发展阶段，全球顶级体育资源对于中国市场和中国企业都十分陌生，无法判断与中国企业合作所带来的影响到底是好是坏，因此如何说服顶尖体育资源与体育营销公司以及其代理客户合作，是中国体育营销公司首要解决的核心问题。通过长期的考察、沟通和交流，双方一般通过短期的代理模式作为尝试合作的开端。随着合作的进展，逐渐定期延长合作期限。

然而体育运动的国际性决定了其发展必定要突破国界成为一项全球性的经济活动。近年来，随着中国经济的快速发展以及全球经济一体化进程的深入，全球体育资源对于中国市场和中国企业有了更深入的了解，越来越多的顶级体育资源主动希望进入中国市场，以开拓新的观众群体和商业价值。同时对于中国企业来说，随着“中国制造输出”、“一带一路”等战略的实施，越来越多的中国企业将加速走向国际市场，体育作为一种无国界的传播平台，是中国企业走向国门的最佳媒介之一，商业品牌客户的国际化体育营销需求正变得越发旺盛。

表格 6. 中国企业赞助奥运会&世界杯 (*参考值)

企业	赛事组织	合作周期	赞助内容	赞助等级	赞助金额*
万达集团	FIFA/国际足联	2016-2030	FIFA 全球合作伙伴	第一级别	4.5 亿美元
海信	FIFA/国际足联	2017-2018	2018FIFA 世界杯官方赞助商 (电视)	第二级别	0.7 亿美元
VIVO	FIFA/国际足联	2017-2022	2018&2022FIFA 世界杯官方赞助商 (手机)	第二级别	1.3 亿美元
阿里巴巴	IOC/国际奥委会	2017-2028	IOC 全球合作伙伴	第一级别	8 亿美元

资料来源: FIFA, IOC, 川财证券研究所

不过，在体育营销市场供需两端均快速增长的背景下，中国政府对体育产业的支持带动了大量资本涌入中国体育市场，这既加速了体育营销行业的竞争，也推高了顶尖体育资源的获取成本，此时如何保证与顶尖体育资源合作的可持续

性以及合作价格的可控性成为了体育营销公司面临的新问题。

因此，收购部分海外核心资源结合原本的体育资源代理模式，成为了公司国际化发展的战略升级。通过对海外市场核心资源的收购布局：1) 公司可以充分掌握上游资源，维持长期合作的关系，提升业内的影响力、话语权和定价权；2) 还能够保证在未来获得更多优质平价的体育资源，规避行业竞争可能带来的资源溢价；3) 同时能为公司体育产业的发展奠定扎实的基础，更好的、更方便的使之与公司其他产业之间产生联动，从而有效提升协同效应。

总的来说，双刃剑以及当代明诚的国际化发展，并非单纯的走出国门开拓市场，而更多的是基于公司自身业务的特点和发展需求、优质资源的分布以及市场竞争环境等因素。布局海外市场，能够帮助公司实现打造全球体育资源流动增值产业链的战略目标，为公司体育产业生态集群确立格局并形成有机联动、形成多层次多渠道业务链条网络提供支持。

2.3 足球产业

结合公司体育营销业务向上游拓展 IP 的需求、向国际化发展的目标、以及自身在足球产业的资源，当代明诚通过参股足球俱乐部管理运营公司、收购经纪公司、成立青训公司及联盟等形式，打造了完整的足球产业运营生态链。

2.3.1 足球俱乐部

目前上市公司主要通过部分参股当代明诚足球俱乐部管理公司的形式，获得一定的俱乐部资源及相关的投资收益。根据公告显示：当代明诚足球俱乐部管理有限公司是由上市公司当代明诚出资 2000 万元，与蒋立章先生、天风睿利（武汉）投资中心（有限合伙）、武汉国创资本投资有限公司、天风天睿投资有限公司共同投资成立。其中上市公司当代明诚仅占俱乐部管理公司 4.65% 的股权，无权向俱乐部管理公司提名董事，因此也无法参与对俱乐部管理公司的管理或决策，无法对俱乐部管理公司实施重大影响。

当代明诚足球俱乐部管理公司目前主要负责格拉纳达足球俱乐部的管理运营，同时代理运营重庆当代力帆足球俱乐部：

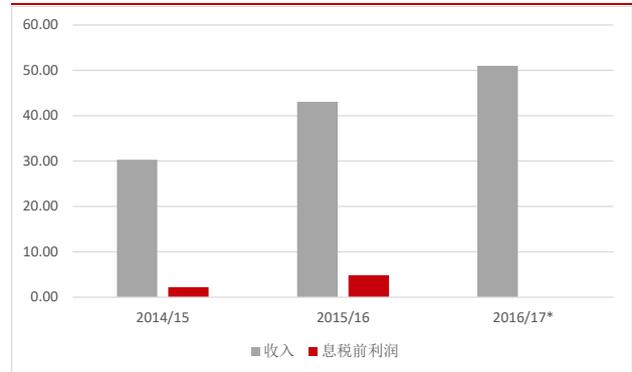
1) 格拉纳达足球俱乐部：格拉纳达俱乐部成立于 1931 年，位于西班牙安达鲁西亚自治区格拉纳达省。自 20 世纪 70 年代后期，俱乐部一直徘徊在西班牙低级别联赛中。直到波佐家族 2009 年夏季入主后，俱乐部才连升 2 级，于 2011/12 年赛季开始重新征战西甲联赛。2016 年 6 月 15 日，蒋立章先生与吉诺-波佐达成协议，完成股权交割，成为格拉纳达俱乐部的第一大股东，武汉当代明诚足球俱乐部管理有限公司正式接手格拉纳达俱乐部。

图 51: 格拉纳达股权结构



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 52: 俱乐部业绩稳定增长 (€M)

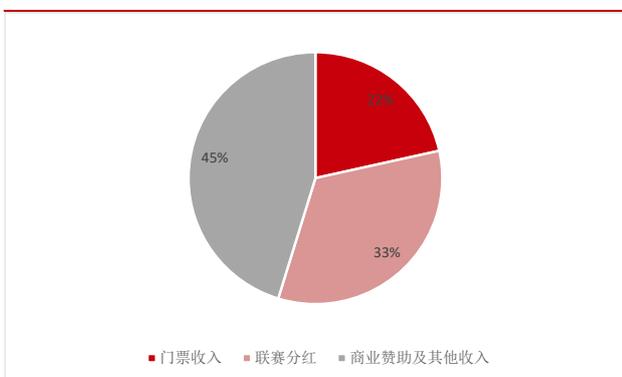


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

从财务表现上看: 俱乐部过去几个赛季的运营情况十分稳健, 不仅营业收入逐年增长, 盈利能力也保持稳定。从 2016/17 赛季开始, 受益于西甲联赛版权合约 50% 的上涨以及新出台的版权分配制度, 格拉纳达的获得的西甲转播收入分红有望接近 4000 万欧元甚至更多, 同时考虑到俱乐部赞助合约金额的提升, 俱乐部 16/17 赛季的营业收入将有大幅提升。

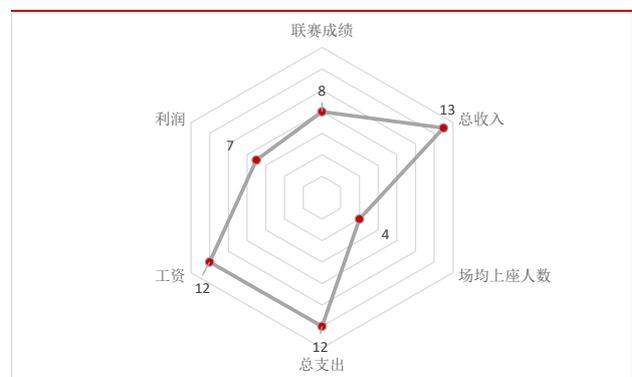
2) 重庆当代力帆足球俱乐部: 重庆力帆俱乐部是中国以及重庆职业足球的代表, 也是我国西部足球的一面旗帜。2017 年 1 月 5 日, 重庆力帆集团宣布旗下中超俱乐部完成股权变更, 由“重庆力帆足球俱乐部”正式更名为“重庆当代力帆足球俱乐部”。根据媒体报道, 武汉当代科技产业集团股份有限公司收购了俱乐部 90% 的股权成为新的控股股东, 力帆集团仍持有俱乐部 10% 股份。当代明诚体育集团董事长蒋立章出任当代力帆足球俱乐部董事长。

图 53: 重庆力帆球队收入结构



资料来源: 肆客体育, 欧迅体育, 川财证券研究所

图 54: 重庆力帆球队经营表现



资料来源: 肆客体育, 欧迅体育, 川财证券研究所

从财务表现上看：根据肆客足球和欧迅体育联合发布的《2016 赛季中超联赛商业价值报告》显示，2016 赛季重庆力帆俱乐部总收入约 1.8 亿元，排名中超第 12（共 16 支球队），其中俱乐部的场均上座人数 36178 人次，排名联赛第 4，门票收入排名联赛第 3，比赛日收入表现突出。同时，球队在联赛投入第 12 名情况下，获得了第 8 名的好成绩，球场表现同样十分出色。

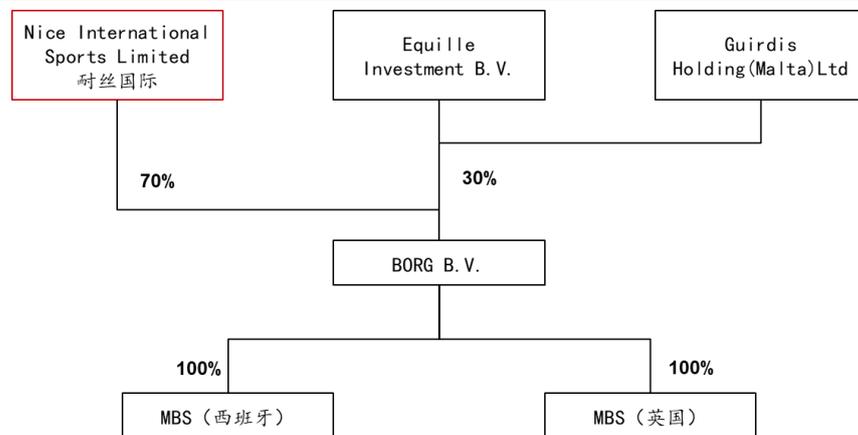
总的来看，重庆力帆俱乐部不仅拥有一大批稳定的球迷群体，同时自身的运营能力十分出色，在投入有限的情况下保证了球队的竞争力和球场表现。

2.3.2 体育经纪

体育明星是体育产业链的核心上游资源。当代明诚通过并购海外优质体育经纪公司以开拓球员经纪业务，通过代理体育明星并协助其提升市场价值，以期分享体育明星的巨大商业权益价值，获取良好的经济效益，进一步提升自身的盈利能力。

2016 年 4 月，上市公司出资 3950 万欧元受让上海耐丝投资管理中心所持耐丝国际 100% 股权，并通过耐丝国际持有 BORG B.V. 70% 股权，间接持有 MBS（西班牙）和 MBS（英国）两个公司的相应股权。

图 55：耐丝国际与 MBS 股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

MBS 成立于 2009 年，是欧洲顶尖的体育经纪公司，公司目前是集球员/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。公司的核心人物是著名教练瓜迪奥拉的弟弟佩拉·瓜迪奥拉（Pere Guardiola）。其作为欧洲资深足球业务人士，具有近 20 年的从业经验，曾任职于耐克公司，主要从事在欧洲地区的年轻球员挖掘、体育明星赞助、市场推广业务。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

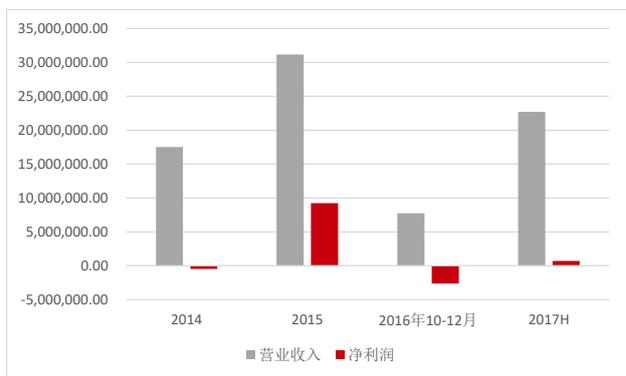
依托于出色的资源整合能力，公司曾为苏亚雷斯、伊涅斯塔、蒂亚戈等球员提供了定制化的个人经纪服务。还常年服务于巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等俱乐部，提供俱乐部咨询服务，协助俱乐部完成买卖球员的转会谈判、开展球探工作以及商业赛事组织和协办，为俱乐部的发展壮大和宣传推广提供了有力的支持。目前，公司的核心球员资源主要是苏亚雷斯、威廉卡瓦略、尤里、奥比昂、桑佩尔等球员，合计身价约 1.5 亿欧元。

图 56: MBS 旗下球员 (红框中身价>100 万欧元)

	Luis Suárez	Centre-Forward		30		2021	90,00 Mill. €
	William Carvalho	Defensive Midfield		25		2020	28,00 Mill. €
	Nuri Bercich	Left-Back		27		2020	10,00 Mill. €
	Pedro Obiang	Central Midfield		25		2019	8,00 Mill. €
	Sergj Samper	Defensive Midfield		22		2017	3,50 Mill. €
	Jon Toral	Attacking Midfield		22		2017	1,50 Mill. €
	Rubén Blanco	Keeper		21		2020	1,50 Mill. €
	Julían	Keeper		26		2017	300 Th. €
	Marc Gual	Centre-Forward		21		2019	300 Th. €
	Roger Riera	Centre-Back		22		2020	300 Th. €

资料来源: Transfermarkt, 川财证券研究所

图 57: 耐丝国际业绩表现



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

根据公司公告显示, 2017 年上半年, 耐丝国际实现营业收入 2271.42 万元, 净利润 71.07 万元。2017 年夏季转会窗, MBS 旗下的球员尤里·贝尔切奇以 1500 万欧元转会巴黎圣日耳曼俱乐部, 预计将为公司带来 70-100 万欧元左右的收入。同时旗下另一名球员威廉·卡瓦略遗憾转会失败, 不过在未来两个转会窗口转会的概率仍然较高, 且转会价格至少超过 2000 万欧元。

2.3.3 青少年培训

青训是当代明诚足球产业生态链的重要一环, 目前上市公司成立了郝海东体育公司, 并利用自身资源签署了多个青训合作项目。

1) 郝海东体育发展(上海)有限公司: 郝海东体育由上市公司当代明诚拟出资 800 万元与郝海东先生、蒋立章先生、武汉德泽合晖投资中心共同投资成立。该公司意在发挥郝海东足球技术、足球理念和知名度, 是上市公司针对足球运动布局的青少年培训公司。

2) 青训合作项目: 结合自有的俱乐部 IP 资源, 当代明诚已经在推进落地相关青训项目:

2.1) 公司与湖南省体育局达成战略合作协议, 启动湖南足球十年培优计划

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

- 24 个选拔的精英苗子赴西班牙格拉纳达参加培训（已实施）
- 联合锐动体育，计划重启“贺龙杯”足球邀请赛和 U15 足球世俱杯

2.2) 湖北省青少年足球训练基地

湖北省足球协会、格拉纳达足球俱乐部、武汉当代明诚文化股份有限公司以及武汉当代明诚足球俱乐部管理有限公司经协商，就设立湖北省青少年足球格拉纳达俱乐部训练基地相关事宜签署了框架性合作协议。

2.3.4 足球产业的商业模式

当代明诚在足球产业方面的布局，反应了公司主导的 DEFA 联盟及其提出的 MORE 计划所倡导的通过产业资源整合联动带动体育营销业务和中国足球发展的思路。DEFA 联盟成立的目的是希望构建一个集市场、经纪、俱乐部管理于一体的足球资源和信息的交流平台。将职业球员、青少年、教练、品牌、资本、俱乐部和经纪公司有机地结合起来，实现国内外足球产业的无缝衔接，帮助中国足球完成走向世界的产业升级。

MORE 计划是 DEFA 联盟提出的发展战略框架，其意指各位成员围绕着市场革新、“源”计划、中国力量和顶级球星 4 个方向进行商业开发与合作：

图 58: MORE 战略

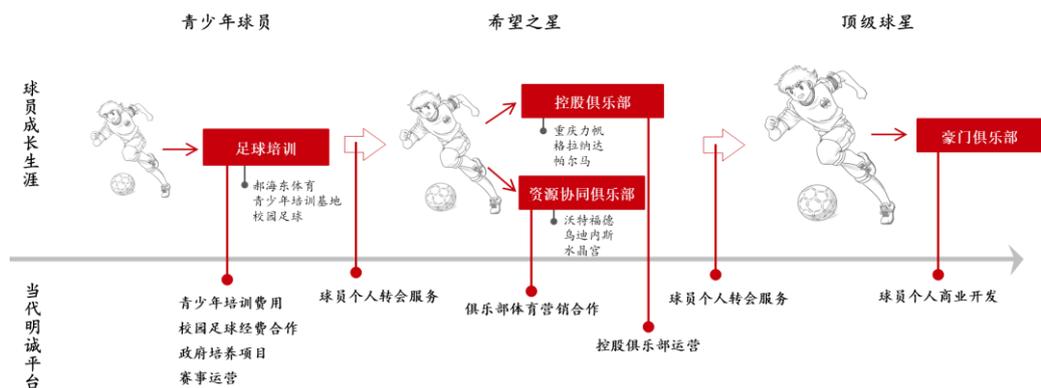


资料来源：公司公告，川财证券研究所

原本的 DEFA 联盟主要以双刃剑、MBS 和波佐家族三方为主，借助各方的独有资源形成协作。不过随着当代明诚及关联公司的一系列的收购和运作（包括收购 MBS、购买波佐家族的格拉纳达），当代明诚体育依靠自身控制的相关资源已经基本支撑起了 DEFA 联盟所规划的足球产业体系。

整体来看，经纪业务（MBS）将足球青训（郝海东体育、青少年足球训练基地）和全民健身业余赛事（汉为体育）、高校赛事中优秀的青少年球员（王梓翔）引入俱乐部，再通过欧美亚不同级别不同层次的俱乐部（格拉纳达、重庆力帆、帕尔马）之间的球员流动实现球员成长与价值提升，最终到达欧洲顶级联赛时，实现球员转会和商业开发的价值巅峰（苏亚雷斯），而商业领域则由经纪业务（MBS）与营销业务（双刃剑）对接。这既是一条贯穿球员职业生涯的成长及价值提升路线，也是公司体育产业生态集群的核心商业模式。

图 59： 足球产业生态链



资料来源：川财证券研究所

因此，足球产业布局的主要收入同样可以分为经纪与营销业务收入和俱乐部运营收入两方面：

在经纪与营销业务中，主要是以双刃剑、MBS 主导的体育营销和球员经纪的相关收入为主。当代明诚通过为俱乐部、球员和商业品牌三方服务，获取中介服务佣金，主要包括：

表格 7. 足球产业经纪与营销相关案例和收入

服务类别	项目内容	项目收入
控股俱乐部运营	重庆力帆俱乐部咨询管理服务	500 万
	格拉纳达俱乐部商务、经纪代理服务	500-879 万
俱乐部转会服务	CATEGORIA 咨询服务, 提供足球运动员资源信息, 转会中介服务 etc	-
	为 Kam 寻找球员资源, 及咨询渠道服务	-
球员个人转会服务	旗下苏亚雷斯、威廉卡瓦略、尤里等球员转会谈判、合约谈判	-
	拉莫斯转会经纪, 在球员转会中起到关键性服务	-
球员个人商业开发	巴塞罗那足球俱乐部球星苏亚雷斯代言能量王功能饮料	-
	伊涅斯塔中国行 (推广、代言)	-
青少年培训	湖南格拉纳达青训项目	-

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

在俱乐部运营业务中, 收入主要依赖于俱乐部运营产生的利润, 以及可能的估值上升:

在当代明诚及其关联方的足球生态中, 足球俱乐部在很大程度上被赋予了培养平台和孵化器的作用, 更倾向于便宜、稳定、实用的特点, 而不是追求高投入和顶尖成绩, 因此收购的标的往往是联赛中下游或者低级别联赛的球队。对于这类中小俱乐部 (格拉纳达、重庆力帆) 来说, 尽管总投入并不大, 但受制于收入同样不高, 俱乐部的盈利预期更多依赖于青训球员、低价球员成名转会后带来的高额转会费, 转会收益从几百万到几千万不等, 最多甚至可能超过俱乐部整个赛季的主营业务收入。不过球员转会存在一定的波动性和不确定性, 经营风险相对较高, 需要俱乐部团队的长期运营后才有望逐步稳定实现。

同时, 对于足球俱乐部来说, 在收入的稳定增长有助于球队提升自身的市场估值, 比如英超和西甲联赛转播周期的合约上涨或者是球队能够从低级别联赛升级的球队, 这些案例可能会提升俱乐部的收入增长从几千万欧元到一亿欧元不等, 会对俱乐部的估值产生巨大影响。未来如果出售, 能够保证一定的投资收益。

2.4 体育场馆运营: 汉为体育

场馆是体育产业链上的重要环节。按照第六次全国体育场地普查的情况, 目前我国人均体育场地面积为 1.46 平方米, 根据《体育发展“十三五”规划》, 2020 年将实现人均体育场地面积达到 1.8 平方米的目标, 同时鼓励社会资本投入健身设施建设, 落实国家财税优惠政策。

2016年6月3日，公司与汉为体育签署了相关增资协议，拟以1亿元人民币对汉为体育增资，其中5,204万元计入注册资本，其余4,796万元计入资本公积；增资完成后，本公司持有汉为体育51%股权。

汉为体育是武汉地区领先的体育企业，公司主要以中小型体育基础设施的运营及投资为业务核心，并在此基础上致力于大众体育赛事的组织、运营和推广，专业培训的开展，形成场馆、赛事、培训三位一体的经营模式。

目前，公司已经在武汉地区布局了多个场馆资源，并承办了武汉足球城市超级杯、武汉篮球城市超级联赛、武汉马拉松预赛等城市核心赛事。通过对汉为体育增资并实现控股，有利于公司进入大众体育市场，进一步完善公司体育板块业务布局，促进竞技体育与大众体育的均衡发展。

表格 8. 汉为体育的场馆资源

类别	主要设施	租期/年	位置
篮球公园	6个标准篮球场，其中1个为室内	6	汉口江滩
足球公园	小型足球场	8	销品茂商场楼顶
足球公园	5000 m ² ，6块场地	6	欢乐汇商场楼顶
体育综合场馆	篮球场、足球场、羽毛球、健身房等	10	光谷绿世界

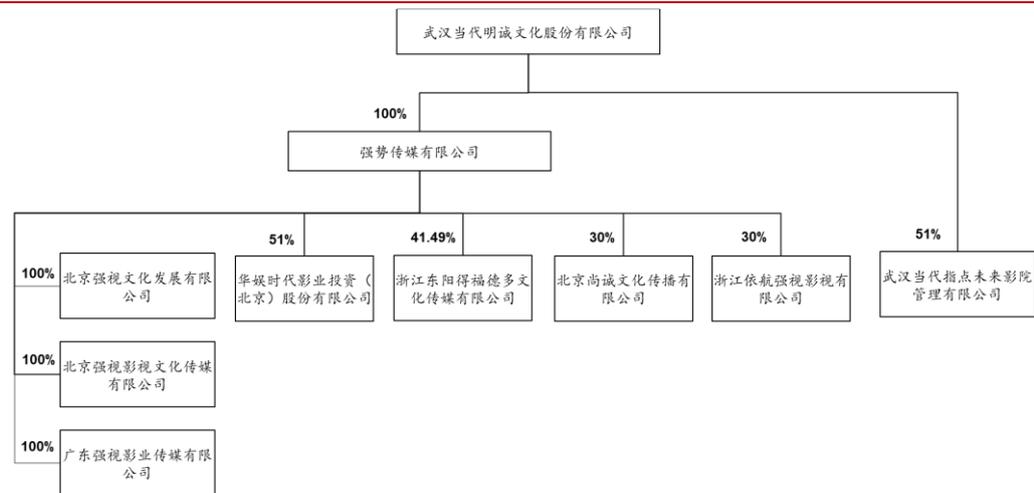
资料来源：川财证券研究所

三、影视板块：强化电视剧制作，探索产业链多元布局

近年来，随着我国整体经济的稳步发展，推动社会文化发展成为了重要的发展方向。2011年3月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业，增强文化产业整体实力和竞争力”、“大力发展影视制作等重点文化产业”，其后，中共中央和各部委陆续发布《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》和一系列具体支持、鼓励政策，大力推进我国文化产业改革和发展。影视剧作为呈现社会文化的重要载体，影视剧行业作为文化产业的重要组成部分，迎来政策推动发展的有利时机。

公司看好电视剧制作行业的发展机会，并经过一系列并购和资源整合，形成了以影视剧制作为核心，多产业链布局的影视板块。其中强视传媒为影视板块的核心资产，公司深耕影视剧制作和发行；华娱时代、得福德多、尚诚文化等都是影视剧制作的相关公司；指点未来影院主要负责电影院线业务板块。

图 60：当代明诚影视板块布局



资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.1 强视传媒

3.1.1 老牌制作公司，经验和资源丰富

强视传媒是一家集影视节目制作、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机构。其主营业务为投资、制作和发行电视剧、电视剧衍生业务、艺人经纪业务等。

自成立以来，强视传媒及核心经营层累计投资拍摄 1000 多集电视剧作品，并成功创作多部优秀作品，如《小李飞刀》、《飞刀问情》、《金粉世家》、《龙票》、《楚留香传奇》、《最后一战》、《爱人同志》等。凭借深度的内容、完善的制作、出色的销售，公司获得了业界的广泛认可：公司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）》资质的民营影视制作机构之一，荣获国家文化出口重点企业和广电总局专业评定机构“TV 制胜”最具实力民营电视剧制作机构。

表格 9. 强视传媒优秀作品

时间	重要作品	亮点
1999	《小李飞刀》	首次将古龙经典小说搬上银幕，获当年收视率最高的电视剧之一，开创了武侠剧偶像化演绎的先河
2005	《大旗英雄传》	根据古龙《大旗英雄传》改变，41 集经典武侠剧
2006	《楚留香传奇》	据古龙武侠小说《铁血传奇》改编，中央电视台八频道黄金时间热播，获得央视 2007 年电视剧收视率排名第三
2002	《金粉世家》	中国中央电视台第八频道、第一频道及全国省级电视台热播，创下 2003 年收视率的新高
2010	《金色年华》	中央电视台及全国省市电视台黄金档播出

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2015	《最后一战》	纪念中国抗日战争胜利 70 周年，央视八套全年收视冠军，单集最高收视率 2.5%、单集收拾份额最高达到 8%，获第六届澳门国际电视节金莲花优秀电视剧大奖
2016	《爱人同志》	国家新闻出版广电总局 2016-2022 百部重点电视剧选题剧目及 2016 年度优秀电视剧剧本扶持引导项目

资料来源：公司公告，川财证券研究所

同时经过多年的发展，强视传媒在建立了以董事长游建鸣先生为核心的经验丰富的专业化团队，还积累了丰富的行业资源：1) 媒体资源方面，在传统媒体和新媒体的融合大趋势下，公司不仅与中央电视台、各卫视、各地面频道等传统媒体保持良好的合作关系，更加强了与如优酷、爱奇艺、乐视等视频媒体的沟通和合作；2) 行业公司方面，公司与山东影视集团、华数传媒、广东南方领航等影视制作公司，浙江顶峰影业等发行公司，王佳伟工作室、林天爱工作室等专业工作室缔结了深厚的合作关系；3) 从业人员方面，公司一如既往地从业内资深从业人员开展项目合作，包括编剧宋晋川、钱雁秋、唐栋、蒲逊、聂欣等；制片人张谦、井冈、彭娜等；导演毛卫宁、张博昱、朱少杰、梁欣权、钱雁秋等；演员高云翔、秋瓷炫、王雷、李小萌、何润东、张俪、马可、戚薇、沈梦辰、于和伟等。

3.1.2 聚焦精品剧，挖掘电影、网剧和文学作品改编

近年来大量资本涌入影视生产行业，影视公司雨后春笋般涌现，这使得影视作品创作量和投资额持续增长的同时，行业竞争日趋激烈：

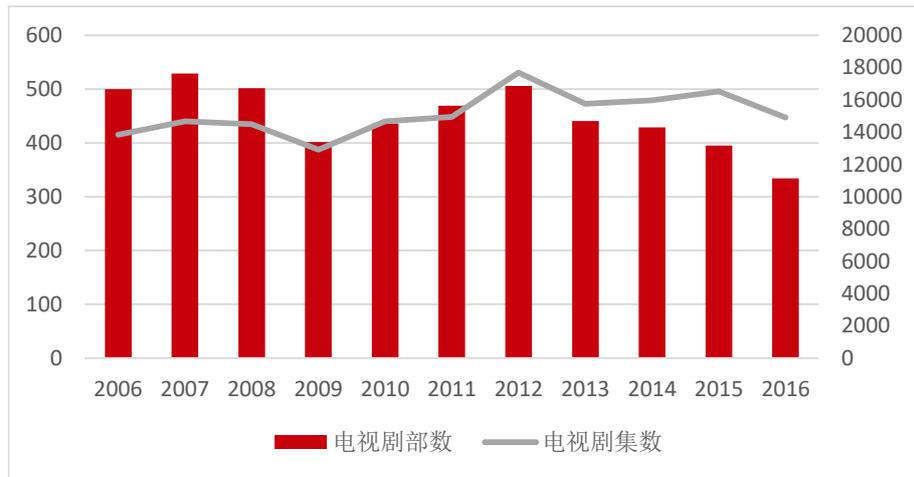
从发行渠道层面看，受一剧两星政策以及视频网站的冲击，电视剧作品主要发行渠道电视台，出于经营考虑及风险控制，越来越青睐剧本精彩、制作精良、优秀演员众多的电视剧作品；而在电影行业，优质精品剧目往往能获得绝对优势的院线拍片，票房与普通影片的差距越来越大。

从市场表现看，近年较火的电视剧《甄嬛传》、《琅琊榜》等，无论是业界还是观众，对其赞誉的焦点大多集中于制作的精良程度、细节方面的考究程度等，高品质是作品本身的核心竞争力。而一些制作一般的影视作品，越来越难获得票房和收视，只得被越来越多的影视作品汪洋淹没。

同时，随着网络剧、网络电影的快速发展，网络平台开始呈现制作和播放融合趋势，播映渠道向上游延伸，参与到传统影视制作中，这也加剧了影视剧制片公司的竞争。

因此，只有坚持制作高水准精品剧目，才能不断满足日益增长的市场需求，并在激烈的市场竞争中掌握优势，获得持续稳定的收益。

图 61： 全国国产电视剧发行许可情况（2006-2016）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

强视传媒的核心竞争力来源于优质的管理团队、精准的市场预判、精良剧目的创作和优良的发行能力。公司坚持不跟风、把握制作精良的原则，题材定位涵盖年代、战争等题材，但始终把握主旋律的文化内核，同时又考虑到观众的精神需求。当下，公司继续坚持并强化制作高水准精品剧目，已经有多个项目精品电视剧项目在拍摄中：

表格 10. 强视传媒电视剧拍摄进度

项目名称	完成时间	投资比例	完成进度
电视剧《玄武》	2017年5月	80%	已取得发行许可证，发行中；
电视剧《海上嫁女记》	预计2017年下半年	20%	后期制作中
电视剧《开封府传奇》	预计2017年下半年	25%	已取得发行许可证，发行中
电视剧《警花与警犬之再上征程》	2017年6月	40%	已取得发行许可证，发行中
电视剧《失忆之城》	预计2017年10月	20%	后期制作发行中
电视剧《新龙门客栈》	预计2017年11月	100%	后期制作中，于2017年6月杀青
电视剧《小重逢》	预计2017年10月	100%	后期制作中，于2017年6月杀青
电视剧《爱我就别想太多》	预计2017年12月	40%	后期制作中，2017年8月已经杀青
电视剧《西游记之女儿国》	预计2017年12月	49.16%	拍摄中，2017年6月开机；
电视剧《大清相国》	预计2018年	70%	筹备中，预计2017年11月开机
电视剧《金粉世家之梦》	预计2018年	70%	筹备中，预计2017年11月开机
电视剧《金粉世家之飘》	预计2018年	70%	筹备中，预计2017年11月开机
电视剧《人生》	预计2018年	80%	已购买小说版权，剧本创作中
电视剧《秋菊打官司》	预计2018年	50%	已签联合摄制合同，已签约编剧，剧本创作中
电视剧《狄仁杰之秋官课院》	预计2018年	40%	已签联合摄制合同，已签约编剧，剧本创作中

资料来源：公司公告，川财证券研究所

除了传统的电视剧外，在电影和网络电视剧快速增长的背景下，公司也正在尝试开拓电影、网络电视剧、等方向。

电影方面：公司自 2011 年以来就开始尝试电影投资，并成功在 2011 年发行了《倩女幽魂》。2012 年，公司正式成立电影制作发行部，并成功引进电影制作及发行相关的专业人才，加快了电影的制作步伐。公司投资制作的《别有动机》市场反响较好，2015 年获得了 2800 万的收入。目前，公司的三部电影正在过程中，预计将在 2018 年贡献一定业绩：

表格 11. 强视传媒电影拍摄进度

项目名称	完成时间	投资比例	完成进度
电影《阿修罗》	预计 2017 年年底	10%	后期制作中，预计 2018 年暑期上映
电影《给十九岁的我自己》	预计 2017 年 9 月	90%	后期制作中，于 2017 年 1 月杀青
电影《数学怪》	预计 2017 年 10 月	58%	后期制作中，于 2017 年 1 月杀青

资料来源：公司公告，川财证券研究所

网络剧方面：公司 2016 年首次尝试的网络剧《疗伤客栈》获得了一致好评，在优酷视频平台有 6000 多万的播放量。公司随即又推出了《疗伤客栈 2》，已经在爱奇艺和乐视视频网站上线播出。

在剧本储备方面，公司不但继续深化优势的年代、战争等题材，还在青春、爱情等题材进行尝试，同时在网络小说 IP 改编火热的当下，公司也在尝试将《大采捕》、《音乐会》、《怪探徐文长》搬上银幕。同时，强视传媒还通过成立浙江依航强视影视有限公司，筹备拍摄以电子竞技为背景主题的影视剧集及开发销售其版权衍生品。

表格 12. 强视传媒剧本储备

项目名称	完成时间
电视剧剧本	《大清相国》、《新龙门客栈》、《龙王令》、《金粉世家之梦》、《金粉世家之飘》、《我的女儿是奇葩》、《青春的陷阱》、《相遇在普朗克温度》、《英雄少年》、《暖冬》、《愿得一人心》、《墨攻》、《世代枪王》、《血溅津门》、《上世纪的爱情》、《火种》、《王一花》、《天婴传奇》、《人生》
电影剧本	《金粉世家》、《给十九岁的我自己》、《爱的回旋梯》、《人鱼大叔》、《杀出纽约》
网络剧/网络电影剧本	《凶灵归来》、《江湖喧嚣只为你》、《驱魔人》、《超能特工》、《让我带你飞》
文艺作品改编版权	《大采捕》、《音乐会》、《怪探徐文长》

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.1.3 丰富产业链，探索影院管理

根据 2017 年中报显示，公司正在通过成立合资公司，致力于影院收购、新建影院等业务，从而将进一步完善公司影视院线方面的产业链：

1) 2016 年 10 月与武汉晟道创业投资基金管理有限公司、数字智慧影院管理（北京）有限公司共同出资成立的武汉当代指点未来影院管理有限公司，在同年 10 月，完成了对北京 K 酷国际影城的收购，视传媒板块相关业务的健康发展

2) 公司 2017 年 1 月与湖北长江电影集团有限责任公司共同成立合资公司武汉当代银兴影业投资管理有限责任公司，并于今年 4 月成功收购深圳 4KMAX 国际影城。

四、盈利预测与估值

我们对公司 2017-2019 年的盈利预测作出如下假设：

1) 预测公司 2017-2019 年的营业收入依次为 719 亿、891 亿和 1106 亿元，同比增长 26%、24%、24%。其中影视业务增速依次为 21%、21%、21%，体育营销与咨询业务增速依次为 25%、30%、30%，体育经纪业务增速依次为 293%（2016 年年报为 10-12 月数据）、30%、30%。

2) 预测公司 2017-2019 年产品综合毛利率为 45.30%、45.16%、45.04%，其中影视业务的毛利率依次为 46%、46%、46%，体育业务的毛利率依次为 75%、73%、70%。

表格 13. 收入分类预测数据表（2017-2019）

项目名称	2016A	2017E	2018E	2019E
影视产品制作与销售				
营业收入	402.28	486.69	588.89	712.56
增长率	2%	21%	21%	21%
毛利率	48%	46%	46%	46%
体育营销与咨询				
营业收入	162.50	202.33	263.02	341.93
增长率		25%	30%	30%
毛利率	77%	75%	73%	70%
体育经纪				
营业收入	7.74	30.42	39.54	51.40
增长率	-	293%	30%	30%
毛利率	77%	75%	73%	70%
营业收入合计	572.52	719.44	891.45	1,105.89
营业收入增长率	32%	26%	24%	24%
综合毛利率	45.78%	44.62%	44.84%	45.46%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

暂时不考虑新英体育的收购项目，我们预计 2017 年影视和体育板块分别贡献 1.03 亿和 0.89 亿的净利润。考虑到公司双主业的业务结构，我们采用分步估值法。根据参照可比公司的估值水平，影视板块给予 2017 年 30 倍市盈率，对应市值为 31 亿，体育板块给予 2017 年 60 倍市盈率，对应市值为 53.5 亿。因此，给予目标市值 83.5 亿。

根据公司预案测算,新英体育 2017 年 6-12 月净利润为 0.67 亿元,2018-2019 年净利润分别为 3.14 亿和 3.26 亿,则 2017-2019 年新英体育的预估净利润为 2.43/3.14/3.26 亿元。综合考虑本次收购的财务费用以及未来境内股权融资可能性,我们预计公司估值未来将有明显降低。

基于以上分析,首次覆盖予以“增持”评级。

表格 14. 影视行业可比公司估值 (以 2017.09.26 收盘数据测算)

公司名称	总市值 (亿)	收盘价	净利润 (亿)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
奥飞娱乐	191	14.64	4.99	6.09	7.08	38	31	27
光线传媒	294	10.03	8.75	10.82	13.11	34	27	22
华谊兄弟	247	8.90	9.37	11.26	13.70	26	22	18
慈文传媒	114	36.22	4.34	5.52	6.70	27	21	18
北京文化	116	15.94	3.60	4.09	4.70	32	28	25
华策影视	194	10.94	6.25	7.63	9.20	31	25	21
完美世界	434	33.00	14.82	18.54	22.69	29	23	19
鹿港文化	52	5.81	2.78	3.92	5.26	19	13	10
唐德影视	109	27.31	3.71	5.15	6.76	29	21	16
华录百纳	162	19.92	4.90	6.07	7.52	33	27	22
平均值						30	24	20

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 15. 体育行业可比公司估值 (以 2017.09.26 收盘数据测算)

公司名称	总市值 (亿)	收盘价	净利润 (亿)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
国旅联合	35	7.00	0.30	0.39	0.53	118	91	67
莱茵体育	85	6.59	0.46	0.71	1.02	185	119	84
中体产业	117	13.90	0.71	0.91	-	165	129	-
雷曼股份	34	9.86	0.76	1.12	1.55	45	31	22
顾地科技	130	21.81	0.77	1.34	1.97	169	97	66
贵人鸟	135	21.53	3.97	4.60	4.86	34	29	28
探路者	67	7.56	1.71	1.90	2.20	39	35	31
力盛赛车	29	46.20	0.43	0.53	0.62	68	55	47
当代明诚	79	16.22	2.35	3.18	3.52	35	26	23
中潜股份	43	25.27	0.56	0.80	1.11	76	54	39
三夫户外	31	31.08	0.40	0.46	-	78	69	-
平均值						92	67	45

资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

本次收购进展不及预期

本次收购尚需通过多项审批或同意，同时存在资金出境的审批需求，另外如境外投资政策出现变化、融资出现问题等均可能导致收购进展不及预期甚至取消，从而导致上市公司对体育版权市场的布局出现变动。

体育版权开发不及预期

体育版权市场目前处于增长阶段，不过未来可能会收到政策、竞争环境、分销客户变化以及观众付费观赛接受度不及预期等影响，从而导致版权的商业开发不及预期，影响公司的业绩表现。

体育营销业务发展不及预期

中国企业借助体育赛事进行宣传推广的需求近年来保持着高速增长，这既推动了国内体育营销市场的快速发展也促进了大量新兴体育营销机构的涌现，双刃剑体育需要不断提升自身的核心竞争力，才能保证自身营销业务的稳定发展。

足球产业发展不及预期

公司的足球产业布局中，俱乐部的盈利能力、球员转会交易、青少年球员培养的发展前景均存在着较大的不确定性和波动性，如运营不当或无法促成球员转会或青训培养体育进展不畅，将影响公司足球产业生态的业绩表现。

影视转型不达预期，制作进度、收视效果不佳

由于市场偏好和监管政策的不稳定性，未来生产的电视剧产品可能不被市场认可，导致电视剧发行失败，无法收回投资成本。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1970	2039	2542	3011	营业收入	569	719	891	1106
现金	326	326	326	326	营业成本	261	321	400	503
应收账款	519	661	817	1014	营业税金及附加	3	4	5	7
其他应收款	36	47	63	76	营业费用	7	9	11	14
预付账款	201	178	251	303	管理费用	80	92	120	145
存货	691	695	931	1143	财务费用	37	20	22	31
其他流动资产	196	132	154	148	资产减值损失	18	0	0	0
非流动资产	1610	1539	1551	1557	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	8	8	7	7	营业利润	159	273	333	406
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	14	0	0	0
其他非流动资产	1601	1531	1543	1550	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3580	3578	4092	4569	利润总额	173	273	333	406
流动负债	514	412	600	746	所得税	26	41	50	61
短期借款	290	191	332	434	净利润	147	232	283	345
应付账款	116	119	158	195	少数股东损益	25	39	48	58
其他流动负债	108	102	110	117	归属母公司净利润	122	192	235	287
非流动负债	596	464	508	493	EBITDA	199	293	355	437
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.25	0.40	0.48	0.59
其他非流动负债	396	264	308	293					
负债合计	1110	876	1108	1239	主要财务比率				
少数股东权益	82	122	169	227	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	487	487	487	487	成长能力				
资本公积	1691	1691	1691	1691	营业收入	32.0%	26.4%	23.9%	24.1%
留存收益	202	402	637	924	营业利润	84.8%	71.3%	22.2%	21.9%
归属母公司股东权益	2388	2580	2815	3102	归属于母公司净利润	128.5%	57.5%	22.2%	21.9%
负债和股东权益	3580	3578	4092	4569	获利能力				
					毛利率(%)	54.2%	55.4%	55.2%	54.5%
					净利率(%)	4.6%	21.5%	26.8%	26.4%
					ROE(%)	5.1%	7.5%	8.4%	9.2%
					ROIC(%)	5.7%	8.3%	8.7%	9.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	31.0%	24.5%	27.1%	27.1%
						44.15	44.57	48.00	51.18
					净负债比率(%)	%	%	%	%
					流动比率	3.83	4.94	4.24	4.04
					速动比率	2.49	3.26	2.69	2.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.20	0.23	0.26
					应收账款周转率	1	1	1	1
					应付账款周转率	3.03	2.73	2.88	2.85
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.25	0.40	0.48	0.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.65	0.39	-0.32	-0.10
					每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.30	5.78	6.37
					估值比率				
					P/E	66.95	42.49	34.77	28.52
					P/B	3.43	3.17	2.91	2.64
					EV/EBITDA	44	30	24	20

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-319	189	-155	-49
净利润	147	232	283	345
折旧摊销	3	0	0	0
财务费用	37	20	22	31
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-536	-61	-475	-441
其他经营现金流	31	-2	15	16
投资活动现金流	-644	69	-11	-7
资本支出	9	0	0	0
长期投资	315	-69	11	7
其他投资现金流	-320	0	0	0
筹资活动现金流	1225	-259	166	56
短期借款	188	-99	141	102
长期借款	134	0	0	0
普通股增加	323	0	0	0
资本公积增加	1066	0	0	0
其他筹资现金流	-486	-159	25	-46
现金净增加额	266	0	0	0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001