

体育之窗(834358)

打造体育行业综合运营服务平台

基本数据

2016年11月16日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	9520
流通股本(万股)	1520
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	12.93
PB(倍)	

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	280.36	507.93	675.55	891.72	1114.65
净利润(百万元)	36.92	103.36	139.54	182.79	228.49
毛利率(%)	30.92	33.26	36.87	37.43	37.45
净利率(%)	13.17	20.35	20.66	20.50	20.55
ROE(%)	17.23	40.13	10.18	12.93	15.66
EPS(元)	0.49	1.3	1.47	1.92	2.40

投资评级: 买入(首次)

体育产业全产业链综合运营商。体育之窗文化股份有限公司，成立于2001年10月。经过多年来的发展，公司已从一家场馆运营公司发展为赛事、票务、场馆、教育，横跨体育产业全产业链的综合运营商。体育之窗拥有独立的专业销售管理团队，致力于与合作方打造亚洲领先的体育营销模式，为消费者提供先进优秀的购买体验。经过多年运营，体育之窗、第二现场等品牌已经在体育迷群体中打造了自身影响力，形成较高的品牌价值。

运营经验丰富。公司成功运营中国之队系列赛事、NBA 国际系列赛@中国、亚洲女排锦标赛等国际赛事，以及中超联赛、CBA 联赛、中国网球公开赛等国内赛事和“谁是球王”、“我爱足球”等民间大型赛事，与合作伙伴达成长期协议，积累了丰富的运营推广经验。

积极拓展赛事 IP 资源。2015 年公司新增加了 NBA 中国赛、中网公开赛、女排亚锦赛、我爱足球、中超游戏以及部分中超俱乐部的新增权益等重大赛事及业务。相应赛事运营的收入出现大幅上升，收入占比也由 2014 年的 45.4% 提高到 64.30%。

同时，公司通过对外投资和购买资产积极拓展 IP 资源，如通过设立海南体窗联众，进一步挖掘现有体育 IP 的价值，拓宽 IP 变现渠道；参股天津联盟电竞，进一步提升场馆运营的效率等。

盈利预测

预测公司 2016~2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.4 亿元、1.828 亿元、2.285 亿元，每股收益分别为 1.47 元、1.92 元、2.4 元。

风险提示

市场竞争的风险；新赛事运营的风险。

研究员 周川南

zhouchuannan@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 围绕赛事运营、体育休闲服务方面布局	1
■ 政策积极推动体育产业发展，体育服务有望再上台阶	2
■ 积极拓展赛事资源，打造体育生态	5
■ 业绩持续增长，报告期内业务竞标成功	6
■ 盈利预测	7

图表目录

图表 1 与同类公司对比情况.....	1
图表 2 公司主要服务内容.....	1
图表 3 公司主要股东情况.....	2
图表 4 2010-2015 年中国体育服务业产值规模统计	3
图表 5 体育服务行业产业链.....	3
图表 6 体育行业内的主要竞争对手.....	4
图表 7 公司主要赛事资源.....	5
图表 8 公司财务情况.....	6
图表 9 公司盈利能力.....	6
图表 10 盈利预测.....	7

■ 风险分析

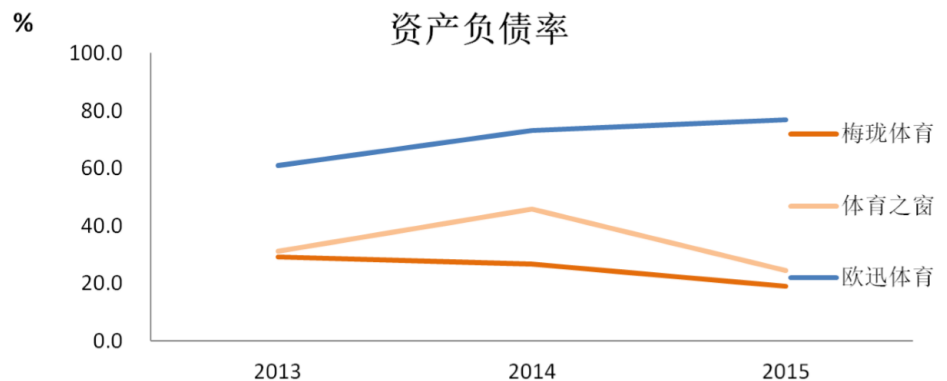
● 与实际控制人相关分析

傅强女士持有公司 31,978,400 股股份，占公司股份总数的 33.59%。报告期内未进行股权质押。

● 与财务相关分析

报告期内，公司对比同行业公司资产负债率水平处于正常水平。

图表 1 与同类公司对比情况



资料来源: choice

● 与业务相关分析

公司目前在体育休闲服务方面主要是通过与合作、租赁等方式进行，这符合公司的轻资产运营需求。报告期内，本公司无自有场馆，因此，公司存在一定的场馆运营风险。同时，未来可能由于竞争对手的出现而导致本公司相关场馆需要续约合同相关条款发生不利变化，本公司的场馆仍可能面临续约成本增加甚至无法续约的风险。

■ 围绕赛事运营、体育休闲服务方面布局

体育之窗文化股份有限公司，成立于 2001 年 10 月，是中国领先的体育产业平台公司。公司主要业务为：运营国际国内大型赛事和大众体育运动、围绕城市场馆提供体育休闲服务，以及为客户提供整合营销、咨询和增值服务。

历经十多年的积累，公司积极布局全产业链的生态系统，将场馆资源和版权赛事资源融合移动互联网，打造创新模式体育运营平台。从场馆、现场运营，到目前基于体育资源版权的体娱资产运营。

图表 2 公司主要服务内容

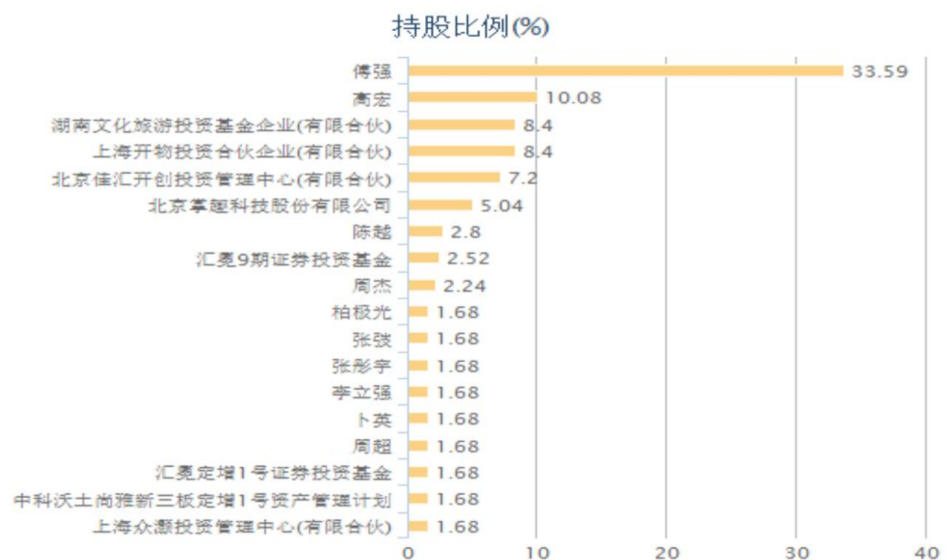
主要服务	基本内容
体育赛事运营	体育赛事运营主要以国内外大型赛事为依托，通过与赛事主办方或相关体育俱乐部签订合约，公司为赛事提供相应服务并支付一定对价，可获得或共享赛事产生的包括但不限于门票收入、赞助收入等经济效益。

体育休闲服务	体育休闲服务主要以体育场馆及其附属设施为平台，通过与相关体育场馆的合作，公司对相关设施在合同许可范围内进行深度商业开发，将其打造为蕴含体育文化概念的城市综合商圈，然后获得包括租金在内的收益。公司在北京、天津、长沙三地的体育休闲服务中，还结合当地情况，开设了体育文化旅游为主题的特色酒店，提升了整体场馆的功能完备性。
体育营销及咨询	公司基于自身在赛事运营、场馆运营方面的经验和资源积累，为客户提供整合营销以及咨询方面的服务，赞助广告收入、咨询收入是该块业务的主要收入来源。

资料来源：公开转让说明书

截至 2016 年中报，公司主要股东情况：

图表 3 公司主要股东情况



资料来源：choice

政策积极推动体育产业发展，体育服务有望再上台阶

在国家体育产业发展的政策支持下，体育产业已经上升为国家战略产业。规划明确提出了拉动体育消费的发展目标与任务指标，并出台了专门的产业规划、配套计划、优惠政策，与市场的接轨也进入了全面实施阶段。

随着经济的发展，城市化进程的加快，居民生活水平的提升，我国居民对体育消费的市场需求不断增大，参与体育活动的热情日益高涨。

国家体育总局的统计数字表明，从 2005 年至今，体育产值每年都保持 16% 以上的增长幅度。2015 年，我国体育总产值 1.8 万亿元，产业增加值占当年 GDP 比为 0.7%，近几年稳步增长。2014 年 11 月，国务院颁布《关于加快发展体育产业、促进体育消费的若干意见》，提出 2025 年的目标，国内体育产业总规模将达到 5 万亿。

图表 4 2010-2015 年中国体育服务业产值规模统计



资料来源：中商产业研究院

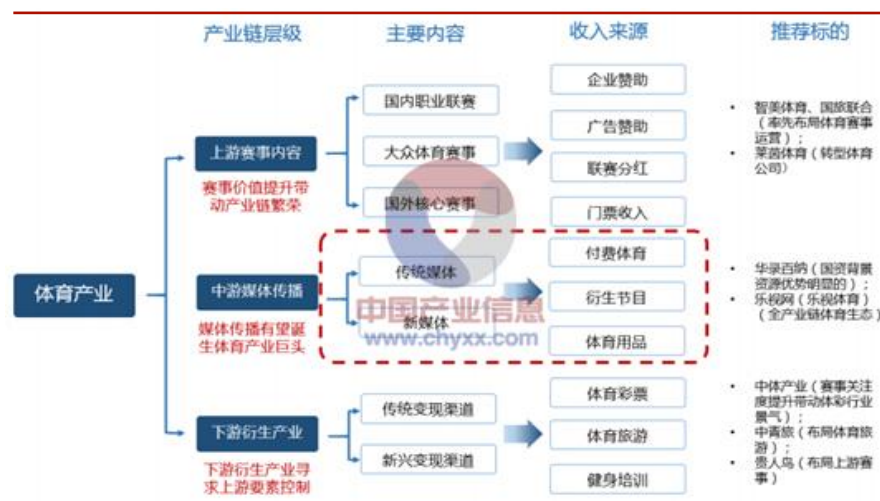
中国体育产业中，体育服务行业占比较低，2015 年占比只有 22.38%，远远低于美国运动观赏和运动健身服务的占比 57%。

随着人民生活水平不断提高，越来越多的人将重心放在自身健康的管理，参与体育活动已成为人们日常生活的重要组成部分，这将在某种程度上刺激对各类体育场馆的需求建设。未来我国体育服务行业仍将保持快速发展，体育服务行业前景广阔。中商产业研究院发布的《2016-2021 年中国体育服务行业市场分析及投资前景咨询报告》预测，到 2021 年，我国体育服务行业产值将达到 4501 亿元，在整个体育产业中占比有望提升至 33.26%。

● 体育产业互联网化发展，市场竞争较为激烈

体育服务行业的上游主要分为“提供体育赛事资源的体育协会及代理方”、“俱乐部及运动员”、“其他体育周边辅助资源提供方”三大类。体育服务行业的下游主要分为“品牌公司”、“媒体”、“俱乐部及运动员”三大类。具体体育服务行业产业链如下图：

图表 5 体育服务行业产业链



资料来源：中国产业信息网

体育产业具有深度跨界融合特性，在“互联网+体育”的推动下，全民健身热潮正在催生带动众多运动类 APP，体育类 O2O 也处于如火如荼的发展态势。随着体育基础设施增加，体育赛事内容供给，互联网、社交媒体的普及以

及大众对文体娱乐消费的需求，会产生巨大市场需求价值。

经过十余年的辛苦耕耘，公司积累了丰富的重大赛事运营经验，商业模式及在产业链中的定位，使其在体育服务公司中脱颖而出，竞争优势明显。目前公司在体育行业内的主要竞争对手如下：

图表 6 体育行业内的主要竞争对手

企业名称	主要情况	主办赛事/旗下明星
IMG（国际管理集团）	全球最大独立体育节目制作方。主要业务是体育、时尚、传媒，制作和开发顶级体育赛事、体育明星代言。	主办赛事：温布尔登网球公开赛、高尔夫四大满贯赛之一美国公开赛、2000 年世界杯男子乒乓球锦标赛、2003 年四大洲花样滑冰锦标赛；旗下明星：李娜、老虎伍兹、费德勒、纳达尔
MSG（麦迪逊花园广场）	是一个完全集成的体育，娱乐和媒体业务，包括动态和强大的资产和品牌。麦迪逊广场花园的业务从广泛被称为“世界上最有名的竞技场”的传说中的场地不断增长。随着战略对准场地，内容和分销渠道，该公司的三大业务板块——MSG-体育，MSG 媒体和 MSG 娱乐。	主办赛事：1994NHL 全明星赛、1998NBA 全明星赛、1999、2003 和 2006WNBA 全明星赛；1970、1972、1973、1994、1999 斯坦利杯总决赛；1972、1979、1994 年度 BA 总决赛；NCAA 大东联盟男子篮球锦标赛；并举办纽约市的诸多大型流行音乐演唱盛会。
Infront（盈方）	冬季运动项目营销龙头。主要业务是体育赛事的开发和运作。	CBA、2003 年签约中超、2006 年德国世界杯和多项国际足联重要赛事的播音代理权、德国甲级联赛比赛直播及其市场开发、世界冰球锦标赛
中体产业	成立于 1998 年，是国家体育总局控股的唯一一家上市公司。主要业务是承办体育比赛；体育俱乐部的投资、经营；体育健身项目的开发、经营；体育场馆、设施的建设、开发、经营；体育主题社区的建设；体育建筑材料和器材的生产、加工、销售；体育广告和传播媒体的经营等。	北京申奥的策划主体之一。在房地产方面，公司在广州、上海、天津、北京等十多个大中城市开发奥林匹克花园项目，成为公司收益的主要来源。
AEG	AEG 是全球领先的体育娱乐推广者。作为安舒茨集团的全资子公司，AEG 拥有、掌控、或关联着一系列公司，包括全球超过 90 个场馆设施。	AEG 在全球所拥有的体育队伍包括洛山矶国王队（冰球），洛杉矶激流队（曲棍球），洛杉矶湖人队以及其它两个足球大联盟队伍。AEG 同时管理经营着家得乐中心，是一个价值 1.5 亿美元，位于卡森加利福尼亚州立大学的国家训练中心——“美国官方奥林匹克训练基地”。

资料来源：公开转让说明书

■ 积极拓展赛事资源，打造体育生态

● 业务覆盖最广泛的体育运动

公司以体育赛事运营推广和体育休闲服务为业务支点,借助中国之队赛事、中超联赛、NBA 中国赛、CBA 联赛、亚洲女子排球锦标赛、中国网球公开赛等国内外大型体育赛事的影响力及其培养的体育爱好者,业务覆盖足球、篮球、排球、网球等体育运动。

在此基础上,公司拥有开放的体育生态系统,汇集了不同类型公司以及人才在平台上提供服务,形成共赢局面。通过与赛事拥有者之间 IP 内容协议控制产业上游内容,通过互联网平台聚集粉丝群体,并运用大数据营销和线下活动等掌握下游消费群体,形成拥有完整产业链的体育平台。

● 运营经验丰富

公司成功运营了中国之队系列赛事、NBA 国际系列赛@中国、亚洲女排锦标赛等国际赛事,以及中超联赛、CBA 联赛、中国网球公开赛等国内赛事和“谁是球王”、“我爱足球”等民间大型赛事,与合作伙伴达成长期协议,积累了丰富的运营推广经验。

图表 7 公司主要赛事资源



资料来源：公开转让说明书

公司拥有独立的专业销售管理团队,以国内大型足球及篮球竞技赛事为平台,按照球队历史成绩、球队所在地球迷数量及活跃度等多角度综合考量,确定新的赛事或球队俱乐部为拓展对象。体育之窗按照不同赛事分别组建了相应的项目组,拥有大量在体育赛事举办方面具有丰富经验的专业人员,为体育赛事的拓展提供了基础。

公司与大多民营体育服务公司从赛事媒体权益等产业链下游资源入手不同,公司在借鉴欧美体育服务公司的成功经验基础上,结合中国特色,从赛事运营及场馆配套等产业上游资源入手,抓住体育现场的核心,为球迷带来更好的现场体验和丰富的配套消费服务,为联赛俱乐部提供专业的落地服务,为广告赞助商提供更好的增值服务。此种模式为公司长期发展奠定了重要基础,树立了较高的竞争门槛,同时抓住了上游资源和有价值的现场用户。

● 积极拓展赛事 IP

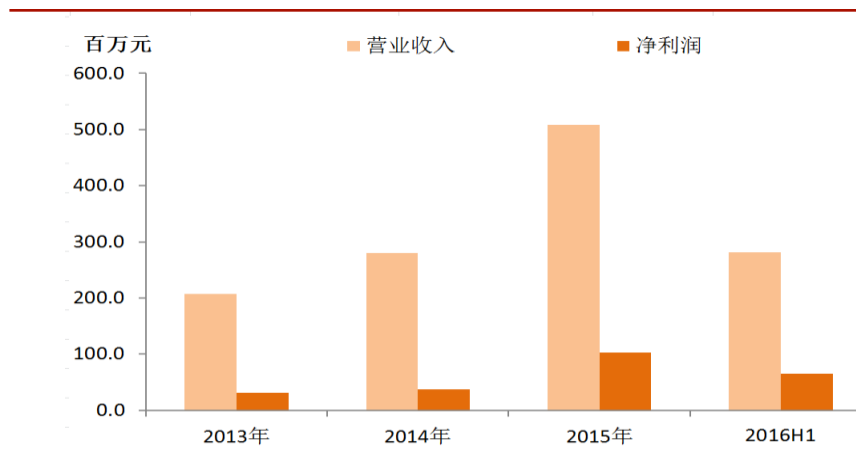
赛事拓展方面,2015 年公司新增加了 NBA 中国赛、中网公开赛、女排亚锦赛、我爱足球、中超游戏以及部分中超俱乐部的新增权益等重大赛事及业务。相应赛事运营的收入出现大幅上升,收入占比也由 2014 年的 45.4% 提高到

64.30%。

同时，公司通过对外投资和购买资产积极拓展 IP 资源，如通过设立海南体窗联众，进一步挖掘现有体育 IP 的价值，拓宽 IP 变现渠道；参股天津联盟电竞，进一步提升场馆运营的效率等。

■ 业绩持续增长，报告期内业务竞标成功

图表 8 公司财务情况

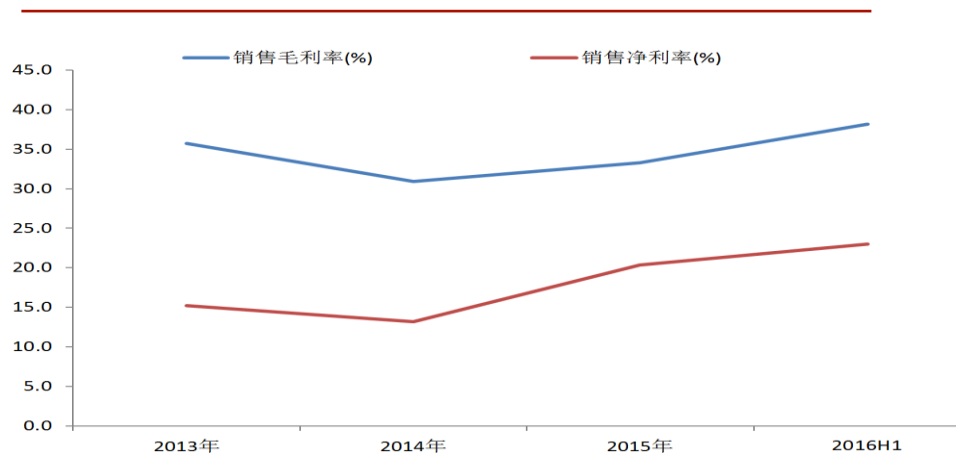


资料来源：choice

2016 年上半年，公司实现营业收入 280,698,570.61 元，较去年同期增长 54.19%；实现净利润 68,983,339.44 元，同比增长 52.53%。

分项来看，赛事运营由于新增加了部分中超俱乐部的新增权益等重大赛事及业务，收入出现一定幅度上升，较去年同期增长 76.12%，收入占比由去年同期的 55.79% 提高到 63.73%；体育休闲业务收入的绝对金额与去年同期相比小幅增加，但由于赛事运营业务增幅较大，体育休闲业务占比由去年同期的 33.94% 下降至 22.89%；赛事营销及咨询业务由于赛事资源的增加，营销服务及咨询等增值服务市场覆盖面得到拓展，收入的绝对额较去年同期出现相应增长，增幅为 100.97%。

图表 9 公司盈利能力



资料来源：choice

报告期内毛利率、净利率均呈上行趋势。未来公司将加大国内外顶级赛事资源的投资，扩大赛事覆盖面。同时，提升赛事及场馆的运营服务质量，借助

移动互联网平台进一步丰富用户的赛事体验，搭建体育产业生态系统。

■ 盈利预测

图表 10 盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	280.36	507.93	675.55	891.72	1114.65
净利润(百万元)	36.92	103.36	139.54	182.79	228.49
毛利率(%)	30.92	33.26	36.87	37.43	37.45
净利率(%)	13.17	20.35	20.66	20.50	20.55
ROE(%)	17.23	40.13	10.18	12.93	15.66
EPS(元)	0.49	1.3	1.47	1.92	2.40

资料来源：梧桐公会，choice

预测公司 2016~2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.4 亿元、1.828 亿元、2.285 亿元，每股收益分别为 1.47 元、1.92 元、2.4 元。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

