

恒大淘宝 (834338)

亚洲足球俱乐部首家挂牌公司

基本数据

2016年8月1日	
收盘价(元)	50
总股本(万股)	39700
流通股本(万股)	2173
总市值(亿元)	198.5
每股净资产(元)	1.4
PB(倍)	35.71

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	342.95	380.62	494.81	643.25	836.22
净利润(百万元)	-482.64	-953.25	-897.79	-888.61	-848.82
毛利率	-142.89	-232.66	-162.862	-114.003	-79.80
净利率	-140.73	-250.45	-181.44	-138.14	-101.51
ROE	-55.9	-131.05	-123.43	-122.16	-116.69
EPS(元)	-1.53	-2.54	-2.26	-2.24	-2.14

中国足球登陆资本市场的先河。2015年11月6日,公司正式在新三板挂牌。恒大足球上市是中国乃至亚洲足球发展史的里程碑式事件,不仅首创中国足球登陆资本市场的先河,更成功打造了亚洲足球俱乐部首家上市公司,成为“亚洲足球第一股”。

凭借成功的运营,打造优质品牌。公司是中国最为成功、最具影响力的职业足球俱乐部,拥有并运营亚洲范围内顶尖水平的职业足球队及相应的预备队和梯队。2015年,是公司第二个五年计划“国际接轨 世界一流”的开局之年,在打造“最让人羡慕、综合实力最强、最受人尊敬”的“三最”俱乐部目标指引下,俱乐部秉承“要做就做最好”的原则,不仅成功登陆资本市场,成为亚洲足球第一股,还创造了“中超五连冠,三年两夺亚冠冠军”的辉煌,与同行业公司相比品牌优势突出。

公司与国内外知名企业建立了良好的合作关系。公司现主要包括球队运营业务、周边产品和广告授权业务。多年来与天猫、耐克、LVMH集团、VASTO、东风日产、联合利华、恒大集团等国内外的著名企业保持良好合作关系,在很大程度上拓宽了公司业务。

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-8.978亿元、-8.886亿元、-8.488亿元,每股收益分别为-2.26元、-2.24元、-2.14元。

风险提示

球队战绩波动的风险;业绩亏损的风险。

研究员 周川南

zhouchuannan@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 国内知名足球俱乐部，业内领先品牌	1
■ 政策、资本持续发力，前景值得期待	2
■ 发挥品牌优势，不断突破创新	6
■ 业务调整及薪酬增加导致业绩下滑	8
■ 风险分析	9
■ 盈利预测	11

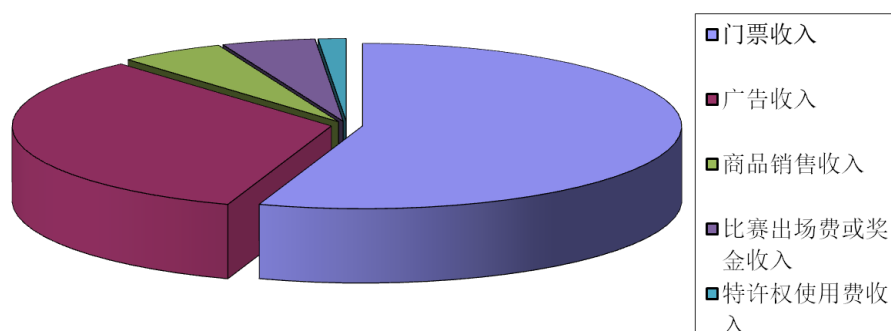
图表目录

图表 1 恒大淘宝主营收入构成.....	1
图表 2 恒大淘宝实体店和天猫旗舰店展示.....	1
图表 3 各国体育产业增加值占 GDP 的比重	2
图表 4 我国体育产业增加值和增长率.....	3
图表 5 全国公共财政体育支出情况.....	3
图表 6 国家体育行业相关政策.....	4
图表 7 国内各大资本巨头推动情况.....	5
图表 8 公司辉煌战绩回顾.....	6
图表 9 公司主要业务流程.....	7
图表 10 2013-2015 年公司财务情况	8
图表 11 2013-2015 年公司盈利能力情况.....	9
图表 12 2015 年度主要客户情况.....	10
图表 13 足球俱乐部对比情况.....	10
图表 14 恒大淘宝股价表现情况.....	11

■ 国内知名足球俱乐部，业内领先品牌

广州恒大淘宝足球俱乐部股份有限公司，成立于 2006 年 2 月。公司主要开展职业足球俱乐部的运营，公司球队参与比赛以及相应的周边产品，衍生出对外销售门票以及服饰、纪念品等周边产品等业务，主要销售渠道是通过公司自营的球迷产品专卖店及淘宝天猫旗舰店的互联网平台对外销售。公司还提供商业代言、广告赞助等广告服务，多年来与天猫、耐克、LVMH 集团、VASTO、东风日产、联合利华、恒大集团等国内外的著名企业保持良好合作关系，使得公司业务持续发展。

图表 1 恒大淘宝主营收入构成



资料来源：2015 年年报

公司在广州天河体育中心设有 2 家实体专卖店，并在淘宝天猫上开设了官方产品旗舰店。主要售卖俱乐部主题的球迷周边、印有球队商标和纹饰的服饰、官方纪念品、箱包以及球迷装备等产品。公司产品定位高端，均与品牌供应商进行合作，服饰方面的产品主要由耐克提供，纪念饰品方面则与周大福进行了合作，并在天猫店开设了周大福专区。

图表 2 恒大淘宝实体店和天猫旗舰店展示





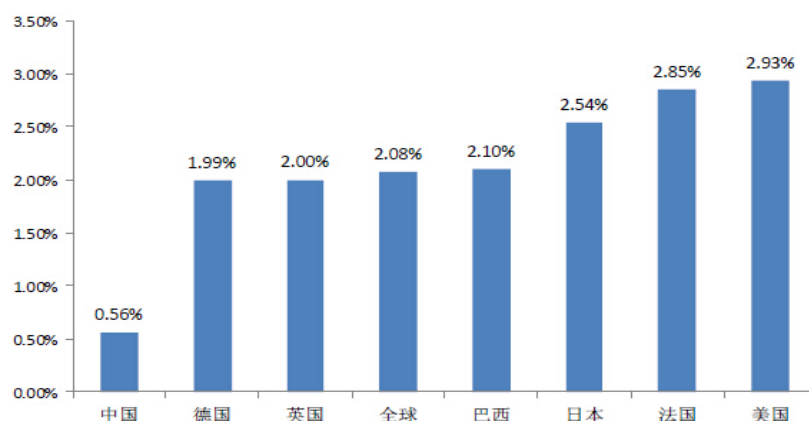
资料来源: <https://gzevergrandetaobaofc.tmall.com/>

政策、资本持续发力，前景值得期待

与国外相比，国内体育市场仍有提升空间

随着国内运动理念逐渐普及，国家政策持续支持、资金日益关注，为体育产业提供了良好的发展基础。目前我国体育产业仍旧处于初级阶段，在产业规模与产业结构上，都难与国外发达国家抗衡。产业规模上，2013年，我国体育产业占GDP比重约为全球平均水平的1/4、发达国家的1/5，甚至1/6，发展水平落后，人均体育产值更是与国外有巨大悬殊。产业结构上，以美国为例，美国上游的体育观赏服务业占比达到25%，下游的体育用品生产产业占比为30%，而体育健身服务业是美国体育产业最主要组成部分，占比为32%。我国体育产业涉及实质内容竞技表演和娱乐占比较小，在体育用品、鞋帽的生产使用上占比接近80%，针对各项体育项目的细分市场不及美国完善，体育产业结构发展极不平衡。目前中国体育产业已经处于启动期，未来成长十分可期。

图表3 各国体育产业增加值占GDP的比重



资料来源: 民生证券研究院

图表 4 我国体育产业增加值和增长率



资料来源: chioce

● 财政补贴和相关扶持政策共同促进行业快速发展

体育产业在我国属于公益福利事业，正是由于这一特殊的定位和国情，每年国家都需要投入巨大的资金以推动其发展。2008 年至 2013 年，国家财政对体育产业的财政支出年年增长，2013 年国家财政对体育产业的支出较 2008 年更是增加了 50%，有效地推动体育产业快速发展。

图表 5 全国公共财政体育支出情况



资料来源: choice

近年来体育行业的利好政策不断，从纲领性的指导政策到细分领域政策以

及地方政策，都在推动着行业的发展，体育已经成为了举国瞩目的行业。

图表 6 国家体育行业相关政策

发布时间	名称	基本内容
2010 年 3 月	《关于加快发展体育产业的指导意见》	意见出台了加大投融资支持力度、完善税费优惠政策等主要政策和措施，同时要求各级政府加强对体育产业发展的领导，鼓励支持群众性体育组织发展。
2011 年 4 月	《关于印发<体育产业“十二五”规划>的通知》	到“十二五”末期，体育产业增加值超过 4,000 亿，占国内生产总值的比重超过 0.7%，从业人员超过 400 万，体育产业成为国民经济的重要增长点之一；创建一批充满活力的体育产业基地，培育一批有竞争力的体育骨干企业，打造一批有中国特色和国际影响力的体育产品品牌等
2012 年 2 月	《中国足球职业联赛管办分离改革方案》	该方案有助于改变中国足球协会既办赛又监管的现状，逐步建立与社会主义市场经济体制相适应、符合当代足球职业联赛发展的运作模式。
2014 年 10 月	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	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。
2014 年 12 月	《关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》	除全国综合性运动会和少数特殊项目赛事外，包括商业性和群众性体育赛事在内的全国性体育赛事审批一律取消。
2015 年 8 月	《中国足球中长期发展规划（2016-2050 年）》	规划近期至 2020 年，中期至 2030 年，远期展望至 2050 年，并将足球作为国民经济的重要产业。

2016 年 5 月	《体育发展“十三五”规划》	到 2020 年，经常参加锻炼的人数达到 4.35 亿，人均体育场地面积达到 1.8 平方米等，2020 年，全国体育产业总规模超过 3 万亿元，并以筹办 2022 年北京冬奥会为契机，推动冬季运动发展。
------------	---------------	--

资料来源：公开转让说明书

● 多路资本推动体育行业发展

在政策红利、消费升级等因素作用下，体育产业近年来受到资本追捧。2015 年开始，万达集团展开了密集的体育产业收购之旅，4500 万欧元收购西甲马德里竞技足球俱乐部 20% 股份；与三家机构及盈方管理层共同并购瑞士盈方体育传媒集团 100% 股权，其中万达集团控股 68.2%；收购全球最大的铁人三项运营商 World Triathlon Corp (WTC)，WTC 在全球长距离三项运动的市场份额达到 90%。目前，万达体育运营冰雪、足球、铁人三项等二十多项体育运动。阿里也在加快体育产业的跨境布局：今年 1 月，阿里体育获得了 NFL（国家橄榄球联盟）中国地区的转播权；3 月，阿里入股亚博科技，涉足体育彩票；并与欧迅、盛开、wige 展开合作。欧迅、盛开是两大票务代理商，票务资源涵盖国内足球俱乐部、马拉松、国际知名足球、网球、赛车、橄榄球等，wige 则拥有 DTM 德国房车大师赛的运营权。

据相关统计表示，2015 年体育行业整体获投金额超 65 亿，是 2014 年 2.7 倍，比 2013 年翻了 164 倍，其中不乏各大巨头的巨额投资。

图表 7 国内各大资本巨头推动情况

公司	时间	投资事项
阿里巴巴	2014 年 6 月	以 12 亿元人民币获得广州恒大足球俱乐部 50% 的股权
	2015 年 5 月	乐视体育 7.3% 股权
	2015 年 5 月	与德国拜仁慕尼黑达成战略合作
	2015 年 9 月	正式成立阿里体育集团，与美国大学 Pac-12 联盟结成独家战略合作伙伴
万达	2015 年 1 月	以 4500 万欧元的价格收购西甲三大豪门之一的马德里竞技俱乐部 20% 的股份
	2015 年 2 月	以 10.5 亿欧元收购瑞士盈方体育传媒集团 100% 股份，其中万达集团控股 68.2%
	2015 年 5 月	对乐视体育的 A 轮融资
	2015 年 8 月	以 6.5 亿美元并购美国世界铁人三项公司 100% 的股权
	2015 年 9 月	收购意大利足球营销公司 Gsport 和体育传媒公司 Sport09
腾讯	2015 年 1 月	以 5 亿美元（约 31 亿人民币）的价格拿下了 2015 年 C 罗代言的耐克中国独家直播权

资料来源：chioce

■ 发挥品牌优势，不断突破创新

● 品牌优势突出，职业球队战绩佳

公司是中国最为成功、最具影响力的职业足球俱乐部，拥有并运营亚洲范围内顶尖水平的职业足球队及相应的预备队和梯队。俱乐部在最近的五年内已囊括亚冠、中超、足协杯、超级杯等各项赛事共计 88 个冠军，在球迷心中建立了不可替代的地位，并据此形成了巨大的品牌价值。

随着互联网的发展大幅度提升了球迷数量、互动性和活跃度。球迷群体趋于社区化和平台化，进一步提升了公司的商业品牌价值。未来，随着公司商业生态平台的逐渐发展与完善，结合广泛的球迷基础和媒体关注度，公司将通过多种方式获取商业价值货币化的渠道，通过商业代言、广告赞助、门票销售、商业表演赛、特许商品授权、衍生商品销售以及拟开发的互联网产品销售等形式拓宽公司的收入来源，不断增强公司的持续经营能力。

图表 8 公司辉煌战绩回顾

年份	比赛名称	所获荣誉
2010 年	中国足球甲级联赛	冠军
2011 年	中国足球超级联赛 广州足球顶级联赛	冠军 冠军
2012 年	中国足球超级联赛冠军 亚冠联赛	冠军 八强
2013 年	中国足球超级联赛 亚冠联赛	冠军 冠军、亚洲最佳俱乐部
2014 年	中国足球超级联赛	冠军
2015 年	中国足球超级联赛	冠军

资料来源：公开转让说明书

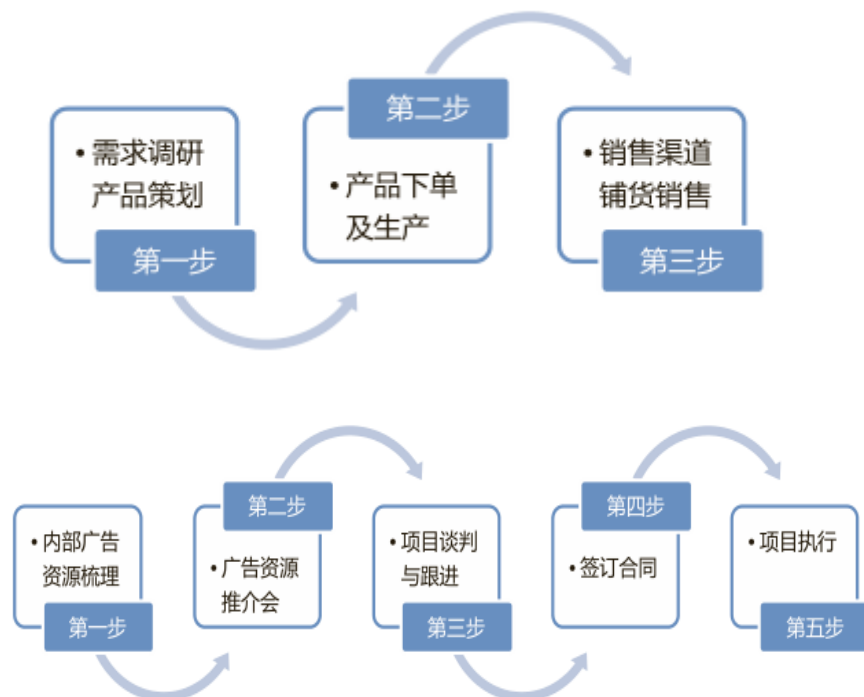
俱乐部多年来创造了中国足球多项纪录，书写了中国足球最辉煌历史。俱乐部蝉联中超联赛冠军，实现球队冲超以后的“五连冠”，创造了球队及联赛的新纪录。在最近的五年内已囊括亚冠、中超、足协杯、超级杯各项赛事共计 99 个冠军。根据国际足球历史和统计联合会（IFFHS）最新的足球俱乐部年度滚动排名（2013 年 6 月至 2014 年 5 月），俱乐部全球排名第 41 位，位居亚洲各俱乐部之首。

● 公司经营多元化发展，合作品牌众多

公司运营主要包括两部分：球队运营和商业运营。公司根据俱乐部战略定位及主教练战术需求，为球队各个位置引入合适的优秀球员，形成主力球队。公司为球员提供体能、技战术等一系列的集中训练，安排球员参与商业活动及表演赛。公司同时十分重视球员梯队建设，平行运营各级梯队，积极训练并参与相应级别的比赛，持续为一线队输送新鲜血液。

在商业运营方面主要是周边业务和广告及授权业务。公司在年初会根据上一赛季的产品销售情况和消费者的建议，对当年的市场需求情况进行调研，适当的时候与供应商进行合作，最终确定当年的产品设计改进目标和产品销售计划；基于上述调研和策划的结果，公司与供应商配合，完成产品最终设计并下单生产；完成生产后，公司销售部门会按照事先确定的产品销售计划进行渠道铺货，并按照赛季进程和节日等情形进行推广营销，最终形成销售。广告业务也一样，由公司进行梳理、定位和最终执行，近几年公司主要将广告授权业务提供给东风日产、联合利华、恒大集团等主要合作伙伴。

图表 9 公司主要业务流程



资料来源：公开转让说明书

此外，公司已成立专门的互联网事业部，负责公司业务的互联网推广运营以及开发与公司主营业务相关的互联网产品，包括移动客户端 APP、O2O 系统等。互联网事业部未来将利用公司股东阿里巴巴丰富的互联网渠道及技术资源的支持，积极探讨和研究推出足球互联网金融产品及其他相关产品，结合海量的球迷受众基础，通过互联网模式产生盈利。

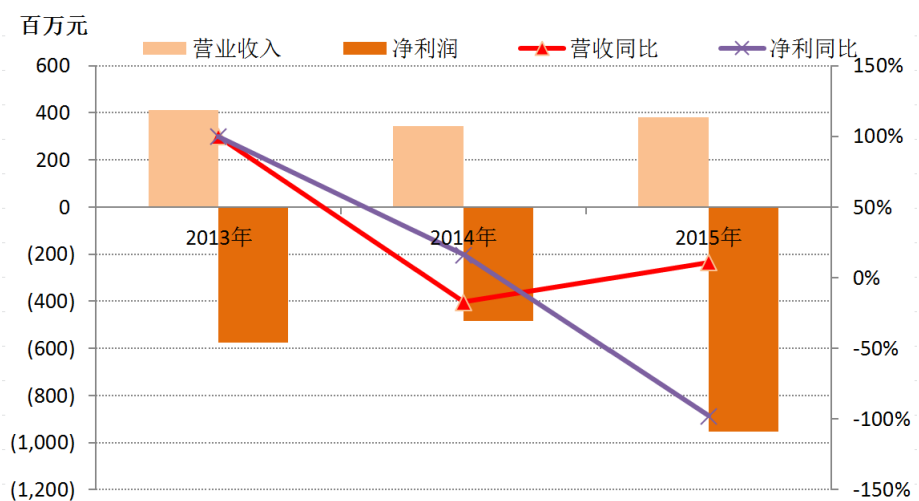
● 重视球星发掘，扩大媒体渠道

公司极为重视球员人才培养，已建立了中国领先的球探体系，拥有世界最大规模恒大足球学校资产收益权，并与世界最专业的球探建立了长期的合作关系，五年来持续引进最具有高超球技和高性价比的世界级潜力球星，创造了中超俱乐部引进外援的最成功模式和样本。穆里奇、孔卡、埃尔克森、高拉特等世界级球星的加入，确保了俱乐部的良好战绩，并可通过成熟的转会体系获得收入。

俱乐部已建立了包括电视转播、平面媒体、互联网媒体、社交网络等在内的全方位和立体的传播覆盖渠道，公司自身也建立了官方网站、官方论坛、微博、微信公众号等与球迷进行互动。俱乐部热点比赛吸引的观众达到数亿人次，随着移动互联网和社交网络的普遍应用则使得公司的价值传播无论是深度还是广度将进一步提高。

■ 业务调整及薪酬增加导致业绩下滑

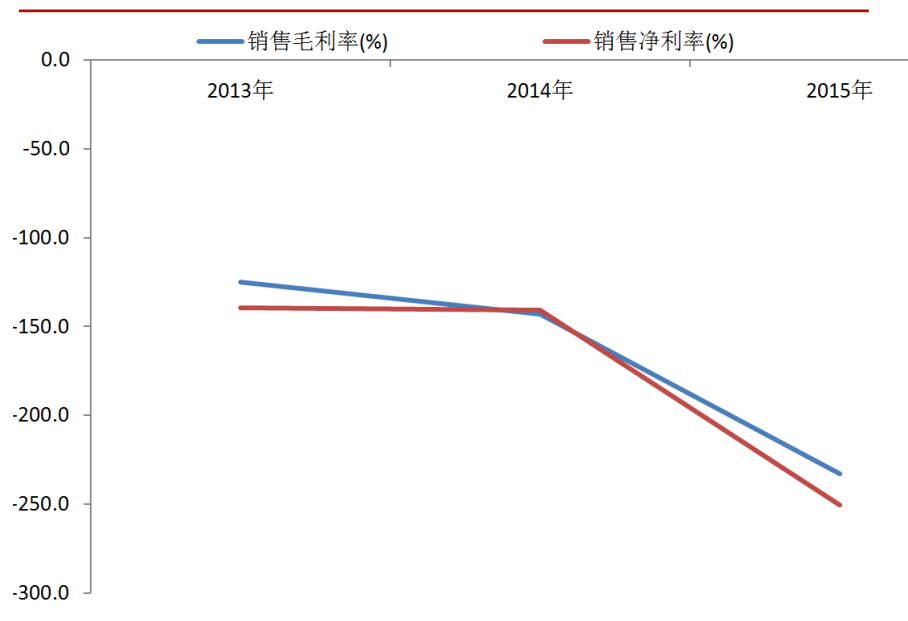
图表 10 2013-2015 年公司财务情况



资料来源：choice

公司报告期内营业收入同比增长 10.98%，其中 2015 年度门票收入实现 21,023.88 万元，同比大幅增加 15,569.97 万元，主要原因是公司不仅成功卫冕中超联赛冠军，实现中超五连冠，良好的战绩使得 2015 年俱乐部门票收入大幅提升；2015 年度广告收入较 2014 年下降 9,595.30 万元，主要原因是公司主动改变招商策略，服务的广告客户数量暂时有所减少，因此广告收入金额及占比有较为明显的下降。

图表 11 2013-2015 年公司盈利能力情况



数据来源: choice

销售毛利大幅下降主要是球员、教练组的薪酬增加, 2015 年俱乐部取得亚冠和联赛“双冠王”, 奖金支出有所增加, 另外随着物价上涨, 客场比赛的各项差旅费用及主场比赛组织费用均有所上升。但从行业发展来看, 随着全民对足球运动追捧的增强、优秀储备人才不断增加, 有利于增加优秀球员、教练员供给, 使得目前一线队费用高企的现状得到改善, 为职业足球俱乐部的成本控制提供便利, 实现职业足球联赛的可持续发展。

■ 风险分析

● 与实际控制人相关分析

公司控股股东为恒大地产集团有限公司。报告期内, 未见公司关于实际控制人股权出让、股权质押的公告。同时, 据公司披露信息显示, 截至 2015 年 12 月 31 日公司不存在无法偿还的到期债务, 不过度依赖长短期借款, 不存在大额逾期未缴的税金, 不存在大股东占用资金情况

● 与财务相关分析

公司 2014、2015 年毛利环比分别为-14.21%、-62.82%, 呈现加速下滑的态势。主要原因是上文提到的球员、教练组的薪酬增加的原因。基于公司业务, 需要向球员和教练团队支付高额的薪酬和转会费, 球员薪酬和转会费支出是公司最大的成本。未来如果行业整体薪酬和转会费提升, 而公司的收入不能同步增长, 将为公司业绩带来不利影响。

● 与业务相关分析

1、公司 2015 年 12 月 9 日因合同违约被东风日产汽车销售公司起诉。据公司公告, 诉讼结果为被告广州恒大淘宝足球俱乐部股份有限公司在判决发生法律效力之日起十日内赔偿原告东风日产汽车销售公司损失 2477,8645 元。公司公告, 不会对公司经营及财务构成不利影响。据公司年报披露, 东风日产汽车销售有限公司是公司 2015 年年度主要客户中销售金额占比第二大客户。

图表 12 2015 年度主要客户情况

主要客户情况				单位：元
序号	客户名称	销售金额	年度销售占比	是否存在关联关系
1	恒大地产集团有限公司	7,085.33	18.62%	是
2	东风日产汽车销售有限公司	5,207.28	13.68%	否
3	恒大人寿保险有限公司	1,415.09	3.72%	是
4	恒大健康产业有限公司	1,108.62	2.91%	是
5	联合利华（中国）有限公司	801.89	2.11%	否
合计		15,618.20	41.04%	-

数据来源：2015 年年度报告

2、据公司公告，于 2016 年 1 月 21 日与上海上港集团足球俱乐部有限公司签订了《转会协议》，同意将球员埃尔克森·德·奥利维拉·卡多索（Elkeson de Oliveria Cardoso）永久转会至上海上港集团足球俱乐部有限公司。球员转会属于公司所在行业正常情况。据统计广州恒大 3 年两夺亚冠，在两次决赛的 4 场比赛中，埃尔克森打进 3 球，占到全队进球的 75%。13、14 赛季，埃尔克森在中超分别攻入 24 球、28 球，蝉联两届中超金靴。球员是球队比赛成绩的重要因素之一，公司球队的比赛成绩是公司业务的核心。如果赛季内球队成绩产生波动或是关键比赛结果不佳，未能达到球迷的预期，则可能导致球队门票收入下滑、周边产品销售减少以及球迷关注度下降，甚至降低对广告赞助商的吸引力，最终对公司的业绩产生不利影响。

● 与交易相关分析

1、以最近一次实际成交价 50 元/股计算公司市值约 198.5 亿元。与全球其他足球俱乐部市值相比处于较高水平。

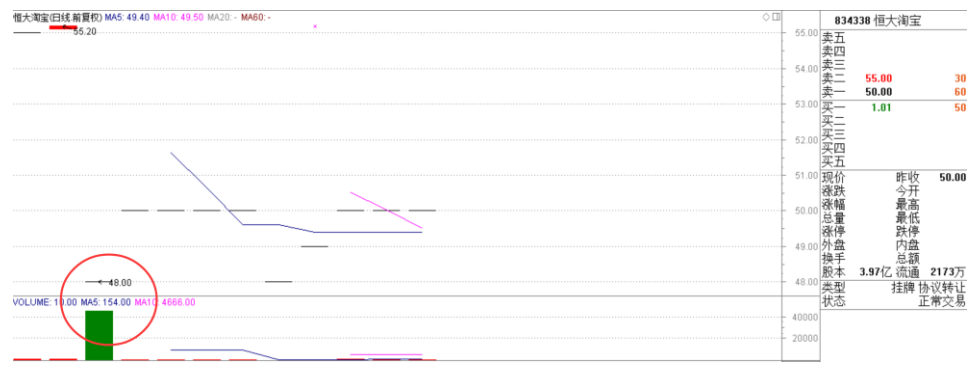
图表 13 足球俱乐部对比情况

球队	股票代码	上市交易所	所属联赛	世界排名	市值(亿人民币)
广州恒大	834338.OC	新三板	中超	80	198.5
曼联	NYSE: MANU	纽交所	英超	32	150.1
多特蒙德	ETR: BVB	法兰克福	德甲	7	26.1
尤文图斯	BIT: JUVE	米兰	意甲	4	18.5
罗马	BIT: ASR	米兰	意甲	16	13.4
阿贾克斯	AMS: AJAX	阿姆斯特丹	荷甲	17	11.2
凯尔特人	LON: CCP	伦敦	苏超	56	6.4
哥本哈根	PARKEN:DC	哥本哈根	丹超	218	5.7
拉齐奥	BIT: SSL	米兰	意甲	52	2.2
本菲卡	SLBEN:LS	里斯本	葡超	9	2.2
波尔图	ELI: FCP	里斯本	葡超	18	1.0

数据来源：choice

2、2016 年 3 月 16 日公司股票以 48.00 元/股的价格成交 4,585,000 股。股票交易异常波动表现为：协议转让方式下，股票当日换手率超过 10%。据公司公告，股价异动主要是公司股东前海开源资产管理（深圳）有限公司于 2016 年 3 月 16 日以协议转让方式将其持有的公司股票 4,585,000 股以 48 元/股的价格转让，与公司信息披露、未公开重大信息、经营情况无关。

图表 14 恒大淘宝股价表现情况



数据来源: choice

■ 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-8.978 亿元、-8.886 亿元、-8.488 亿元，每股收益分别为-2.26 元、-2.24 元、-2.14 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。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

