

当代明诚（600136）

体育营销品牌跃升，并购新英如虎添翼 买入（首次）

2018 年 3 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证书编号：S0600516070001
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书编号：S0600517110002
021-60199792
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	912	1988	2595	3120
同比（%）	60	118	31	20
净利润（百万元）	128	418	595	754
同比（%）	5	226	42	27
毛利率（%）	56.0	52.7	53.5	55.4
ROE（%）	5.1	7.9	10.3	11.7
每股收益（元）	0.26	0.72	1.02	1.29
P/E	60	22	16	12
P/B	3.07	1.76	1.60	1.44

投资要点

■ **转型三年成效显著，完成众多优质项目。**2017 年，公司影视产品制作销售收入同比增长 46%，精品电视剧《爱人同志》荣获中央电视台 2017 年度电视剧突出贡献奖及广电总局全国重点项目扶持，同时入选广电总局 2017 中国电视剧选集，维持行业领先实力；体育板块方面，2017 年公司体育经纪业务实现跨越增长，双刃剑体育与国际足联达成关于世界杯权益分销的区域独家代理合同，奠定双刃剑体育国内体育营销龙头地位。

■ **体育营销：独获世界杯权益分销代理意义匪浅。**1) 亚洲是本届俄罗斯世界杯赞助权益实行代理分销的唯一地区，公司也是第一家与 FIFA 签约的营销代理公司，合作达成对于公司的品牌美誉度有显著提升，将有助于公司客户拓展、打开国际市场。2) 2018 年世界杯举办地俄罗斯靠近中国本土，料 2018 年公司体育旅游业务有望表现亮眼。由于比赛时间上佳，0:00 前开赛比赛共 37 场，占比过半，能够较好与综艺、体育旅游等业务相结合，助力公司业务拓展。3) 中国近年来足球市场快速增长，2022 年世界杯也将于亚洲卡塔尔举办，中超赛事商业价值提升，本次参与世界杯赞助权益分销，将有助于公司积累经验及客户资源。

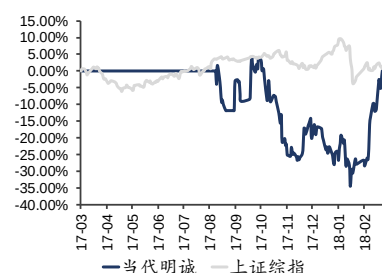
■ **新英体育：握头部赛事版权，拓 C 端消费市场。**新英体育成功推动了国内体育赛事付费观看模式，是国内体育版权市场龙头企业。版权分销业务在中国具有必要性，运营能力是体育版权分销、播放环节最核心壁垒，2017 年，新英体育用户体验、运营能力、会员数、ARPU 值均有显著提升，彰显了新英体育平台除了优质内容外，愈发凸显的平台自身价值。

■ **平台可期：资源整合协同打造体育生态。**受益于公司国际体育资源布局及国际顶级资源的连接作用，公司与知名足球国家队、顶级足球俱乐部、国际足球巨星、NBA 球队及球星等国际体育一流资源建立联系，并逐渐获得认可与信任，进入资源的落地与变现阶段。公司近期达成与重庆当代力帆足球俱乐部及巴黎圣日耳曼足球俱乐部的合作，即是前期战略的落地。

■ **投资建议：**我们预计公司影视业务将保持较快增长，而受益于世界杯项目及品牌提升，体育营销与咨询业务预期将较 2017 年更乐观，但考虑到新英并购带来的财务负担及其他中央成本，我们预计公司 2018/2019 年备考归属净利分别为 4.18/5.95 亿元，备考 EPS 为 0.72/1.02 元，给予公司 2018 年净利润 30 倍 PE，目标价为 21.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**并购进展低于预期，资源流失风险、业务整合风险、商誉减值风险、技术团队流失、政策风险等。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	15.91
一年最低/最高价	10.80/18.00
市净率（倍）	3.07
流通 A 股市值（百万元）	4,896

基础数据

每股净资产（元）	5.18
资产负债率（%）	46.4
总股本（百万股）	487.18
流通 A 股（百万股）	307.74

相关研究

目录

1. 转型三年成效显著，完成众多优质项目	4
2. 体育营销品牌跃升，并购新英如虎添翼	7
2.1. 体育营销：独获世界杯权益代理意义匪浅	7
2.2. 新英体育：握头部赛事版权，拓C端消费市场	9
2.3. 平台可期：资源整合协同打造体育生态	14
3. 盈利预测与投资建议	15
3.1. 盈利预测	15
3.2. 投资建议	18
4. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司上市至今的发展历程.....	4
图表 2: 公司主营业务情况	4
图表 3: 2017 年度公司体育营销业务主要项目	5
图表 4: 公司体育板块产业布局	6
图表 5: 强视传媒历史上曾创作出众多优秀的作品	6
图表 6: 强视传媒 2017 年推进的影视剧项目	7
图表 7: 雅迪获世界杯赞助权后进行了系列的广告营销活动	8
图表 8: 2018 年俄罗斯世界杯比赛开赛时段安排的统计 (单位: 场)	9
图表 9: 公司本次增发 (拟) 对象及详情	9
图表 10: 新英体育网站界面	10
图表 11: 新英体育的主要业务类型及具体内容	10
图表 12: 2014 年美国体育产业结构	11
图表 13: 2014 年中国体育产业结构	11
图表 14: 不同国家年人均体育消费情况, 中国仍有较大差距	11
图表 15: 新英体育推出的独特收费模式	12
图表 16: 新英体育新会员体系带来会员增长	13
图表 17: 新英体育会员购买力大幅提升	13
图表 18: 新英体育近两年一期的盈利情况	13
图表 19: 新英体育未来两年的项目有望给公司带来业绩增量	13
图表 20: 巴黎圣日耳曼球队年收入情况 (百万欧元)	15
图表 21: 巴黎圣日耳曼球队年收入结构 (亿欧元)	15
图表 22: 公司主营业务收入情况 (单位: 亿元)	16
图表 23: 2017 年各业务板块营收情况 (单位: 万元)	16
图表 24: 公司费用率情况 (单位: %)	16
图表 25: 2018 年度公司影视剧拍摄计划	17
图表 26: 爱奇艺收入保持快速增长 (单位: 亿元)	17
图表 27: 爱奇艺内容支出情况 (单位: 亿元)	17
图表 28: 公司收入预测	18
图表 29: A 股传媒影视板块 PE 估值 (2018E) 情况	19
图表 30: A 股传媒广告营销板块 PE 估值 (2018E) 情况	19

1. 转型三年成效显著，完成众多优质项目

公司于2015年2月收购强视传媒进军影视产业，并于2015年8月完成剥离传统主业成功实现转型。2016年2月，公司进一步收购双剑剑体育，实现“影视+体育”双轮驱动。至今经过三年整合，公司已成中国影视及体育领域均具有领先实力的传媒集团。

图表 1：公司上市至今的发展历程



资料来源：公司官网截图，东吴证券研究所

公司当前的主营业务包括影视及体育两个板块：

图表 2：公司主营业务情况

业务板块	业务类型	具体经营业务
影视板块	电视剧	电视剧的投资、制作与销售，是公司当前影视业务中最主要的业务
	电影业务	与电视剧大致相同，主要为电影的投资、制作与销售
	影视剧衍生	包括植入广告、影视剧版权、著作权等权利的转让
	艺人经纪	为签约艺人提供合约中或协议中约定的演艺、代言等活动
	节目制作	与影视剧业务类似，自制或接受委托制作节目并销售
	广告业务	为客户提供市场推广、内容制作、媒体投放等工作
体育板块	体育营销	向品牌客户销售体育赛事赞助权益、广告传播权益及提供后续服务。
	体育版权贸易	获取相关体育版权权益，并将其出售给媒体客户，同时提供后续服务。
	体育赛事及活动	策划、举办群众赛事，通过吸引大众报名、获得知名品牌商赞助获取收入
	版权居间业务	为优质资源方寻找的商业合作伙伴，收取一定的佣金收入
	体育经纪	在获取运动员以及俱乐部的授权基础上为其提供专业服务并收取相应的佣金
	体育场馆运营	为各类客户提供运动场地、运动设施及相关服务，收取场租、服务费等

资料来源：根据公司公告整理，东吴证券研究所

1) 体育方面，公司旗下双剑剑体育是本土最领先体育营销企业，也是公司当前体育板块最主要收入、利润来源。简单回顾，双剑剑体育发展经历了两个阶段：

耕耘阶段（2004年-2014年）：首次成功运作中国品牌牵手国外奥委会，协助“鸿星尔克”与朝鲜奥委会签署全球合作协议，为“鸿星尔克”独家定制08奥运营销方案，首

创 NBA 联赛单场广告投放模式，成功策划“鸿星尔克”进军 NBA、西甲、英超赛场。与南非奥委会达成合作协议，成为中国第一家在非洲拓展业务的体育营销机构。成为代理国家奥委会最多的中国体育营销机构，为近二十个国家奥委会招募“伦敦奥运会”中国战略合作伙伴。运作 361° 成为 2016 里约奥运会官方合作伙伴。成功为乐视网引入中长期西甲联赛、ATP 版权及巴西世预赛版权。

成长阶段 (2014 年至今): 收购耐丝国际的方式，实现欧洲著名足球经纪公司 MBS 控股，掌握球星/经纪公司/国际组织高层等核心资源，国际化战略初步实现。获得国际顶尖的权益资源代理权，奠定国内体育营销龙头地位。

图表 3: 2017 年度公司体育营销业务主要项目

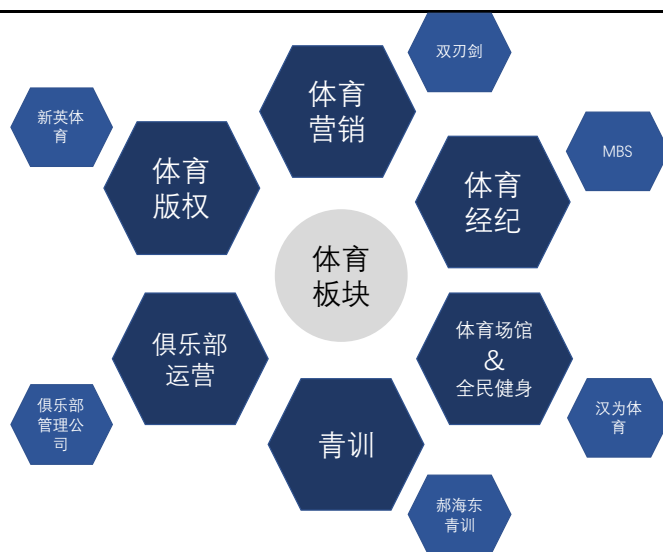
序号	项目名称	主要内容	完成进度
1	国际足联签署 2018 世界杯亚洲区独家市场销售代理	在 2018 年 5 月 31 日前为国际足联提供潜在亚洲区域赞助商候选人	进行中
2	格拉纳达足球俱乐部商务、经纪代理服务	全面负责格拉纳达足球俱乐部在中国地区（包括港澳台）经纪与市场推广等事项，包括但不限于招商、赞助、中国球员转会、推广、周边产品销售、球迷会管理和社交平台账号创建与管理等	进行中
3	欧洲杯巨星面对面	协助腾讯完成相关节目拍摄制作	已完成
4	能量王代言	运作苏亚雷斯代言能量王功能饮料	进行中
5	体育视频	伊涅斯塔 VR 纪录片、郭川船长航海记录片、蜗壳儿梦想中转站	进行中
6	eFa 联盟合作赞助	国际电子竞技类项目赞助、服装赞助等	进行中
7	央体整体营销推广	福建省范围内，客户体育营销业务，体育赛事赞助开发、营销服务、资源经纪	进行中
8	FIFA online 明星植入推广	游戏足球明星植入，线上线下推广等	进行中
9	CATEGORIA 咨询服务	提供足球运动员资源信息，转会中介服务	已完成
10	Desports 产业联盟	提供体育专业服务、数据分析、青训体系	已完成
11	北京中赫国安大数据分析	提供球员咨询分析	已完成
12	重庆力帆大数据分析	提供球员训练咨询比赛咨询数据分析，引员分析	已完成
13	NBA 场边广告	提供 NBA 场边广告板服务	进行中
14	Desports 产业联盟授权	加入 Desports 产业联盟，提供客户体育产业服务，提升客户产业衔接能力，增加和整合客户体育资源	已完成
15	Kam sports	为国外客户寻找中国市场及中国地区青年球员，提供青年球员咨询服务	已完成
16	乐视咨询	为乐视香港提供咨询服务方案解决，完成其资源转售	已完成
17	捷信大篷车体育服务	结合体育资源为捷信提供全国城市产品展示	在进行
18	伊涅斯塔中国行	球员为客户提供球员代言，产品露出、提升产品价值	已完成
19	体育旅游阿联酋之旅	体育题材类旅游，如青训、观赛等，同时结合公司球星资源，通过见面会等提升客户体验	已完成
20	体育旅游德国团	体育题材类旅游，如青训、观赛等，同时结合公司球星资源，通过见面会等提升客户体验	已完成

资料来源：公司公告，东吴证券研究所，时间截止 2018 年 3 月 19 日

其他体育业务包括欧洲体育经纪公司 MBS、健身运营商汉为体育，同时，公司参股

了当代明诚足球俱乐部管理公司，2017 年下半年，公司公告拟通过并购新英体育进入体育版权领域，公司在体育产业里的布局已经完善。

图表 4：公司体育板块产业布局



资料来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

2) 公司影视业务以强视传媒为核心。强视传媒成立于 1993 年，发展至今已向全国各级电视台、新媒体网络及海外传播机构提供了 1500 集以上的电视节目。代表作包括 1998 年强视传媒投资拍摄的《小李飞刀》、2003 年精品大戏《金粉世家》、《楚留香传奇》、《龙票》、《大旗英雄传》、《敌营十八年》、《我是你的眼》等高收视率及观众美誉度的作品，2015 年《最后一战》获央视八套全年收视冠军。

图表 5：强视传媒历史上曾创作出众多优秀的作品

发行许可获证时间	作品名称
2014 年	《十二金钱镖》、《最后一战》、《花红花火》、《绝命追踪》
2013 年	《天网·行踪》、《向幸福奔跑》、《嫁给爱情》
2012 年	《雅典娜女神》、《情仇姐妹》、《第九个寡妇》、《聊斋之狐仙》、《一门三司令》、《香水佳人》
2011 年	《爱了别再说痛》、《秘杀名单》
2010 年	《喋血边城》、《白狼》
2009 年	《虎胆雄心》
2008 年	《敌营十八年》
2007 年	《楚留香传奇》
2006 年	《金色年华》
2005 年	《大旗英雄传》
2004 年	《龙票》、《亲亲宝贝》
2002 年	《金粉世家》
2001 年	《桃花扇传奇》、《飞刀问情》

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年，公司拍摄完成的精品电视剧《爱人同志》作为十九大献礼片于十九大期间在央视八套播出，最高收视破 2，平均收视率 1.47%，单集最高收视率达 2.29%，全网播

放量超过 3.4 亿，荣获中央电视台 2017 年度电视剧突出贡献奖，获得广电总局全国重点项目扶持，入选广电总局 2017 中国电视剧选集，成为 23 部选集之一。

图表 6：强视传媒 2017 年推进的影视剧项目

项目名称	完成时间	投资比例	完成进度
1 电视剧《玄武》	2017 年 5 月	80%	取得发行许可证，发行中；
2 电视剧《海上嫁女记》	预计 2018 年上半年	20%	后期制作中；
3 电视剧《开封府传奇》	2017 年	25%	取得发行许可证，发行中
4 电视剧《警花与警犬之再上征程》	2017 年 6 月	40%	取得发行许可证，发行中
5 电视剧《失忆之城》	预计 2018H1	20%	后期制作发行中
6 电视剧《新龙门客栈》	2017 年 12 月	100%	发行中
7 电视剧《小重逢》	2017 年 12 月	100%	发行中
8 电视剧《爱我就别想太多》	2017 年 12 月	30%	发行中
9 电视剧《西游记之女儿国》	预计 2018 年上半年	49.16%	后期制作中
电视剧《金粉世家之梦》			筹备中
10 电视剧《金粉世家之飘》	预计 2019 年	70%	预计 2018 年 7 月开机
11 电视剧《人生》	预计 2019 年	80%	购买小说版权，剧本创作中
			已签联合摄制合同，已签约
12 电视剧《秋菊打官司》	预计 2019 年	50%	编剧，剧本创作中
13 电视剧《狄仁杰之秋官课院》	预计 2018 年	40%	拍摄中
			后期制作中，预计 2018 年
14 电影《阿修罗》	预计 2018 年上半年	10%	暑期上映
15 电影《给十九岁的我自己》	预计 2018 年上半年	90%	后期制作中
16 电影《数学怪》	预计 2018 年上半年	58.33%	后期制作中
17 电视剧《猎毒人》	预计 2018 年上半年	50%	后期制作中
18 电视剧《我们的四十年》	预计 2018 年上半年	20%	后期制作中

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 体育营销品牌跃升，并购新英如虎添翼

2.1. 体育营销：独获世界杯权益代理意义匪浅

与国际足联达成的关于世界杯权益分销的区域独家代理合同是公司体育营销业务的重要突破。2017 年 10 月，双剑剑香港与国际足联签署《2018 俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理合同》，根据该合同，双剑剑香港将拥有 2018 年俄罗斯世界杯亚洲区的独家市场销售代理权。双剑剑香港取得上述亚洲区独家市场销售代理权之后将在 2018 年 5 月 31 日前为国际足联提供潜在的亚洲区域赞助商候选人，国际足联在双剑剑香港提供的赞助商候选人中根据要求最终确定不超过 4 个赞助商，双剑剑香港向最终确定的赞助商收取相关费用。

世界杯的权益主要分为三级，其主要权益包括：

1、名誉权：一级赞助商是 FIFA 官方级别的赞助商，可使用 FIFA、世界杯 logo。二级赞助商是单一届世界杯和联合会杯的赞助商，只在当届曝光。三级赞助商只享当届赞助权益。三级赞助商每洲 4 个名额，只有亚洲地区由机构（即公司）代理分销。

- 2、**现场曝光权益**：不同级别差异主要体现为曝光时长的差异。
- 3、**招待权益**：依托世界杯进行业务招待的权益。
- 4、**场外曝光权益**：背景板、门票、宣传手册、举办地当地广告。
- 5、**为客户独家定制的权益**：世界杯歌曲。

获世界杯独家市场销售代理权将有望在 2018 年为公司带来业绩弹性，2018 年 2 月 2 日，公司公告，雅迪集团与国际足联签署了《区域赞助商合约》，正式成为 2018 年俄罗斯世界杯国际足联亚洲区域赞助商之一。依照与国际足联签署的 2018 俄罗斯世界杯亚洲独家市场销售代理合同以及雅迪集团与国际足联签署的区域赞助商合约，公司可一次性确认收入 2000 万美元。

图表 7：雅迪获世界杯赞助权后进行了系列的广告营销活动

雅迪，更高端的电动车，FIFA世界杯官方亚洲赞助商 [官网](#)



雅迪是FIFA世界杯官方亚洲赞助商，香港上市公司，出口美、德等66个国家，连续12年高端销量遥遥领先
www.yadea.com.cn - 品牌广告

- [雅迪刚刚推出两款超实用新车](#)
- [男生骑雅迪莱客的十大好处](#)
- [粉丝福利购雅迪即可抢世界杯门票](#)

米纳 莱客 雅迪Z3s 悠米 **热销专区** 雅迪团购



新春购车季，享赢世界杯

- [X5智慧版](#)
- [X-新战警](#)
- [极光3.0](#)
- [尚萌](#)

[在线预订](#) | [企业微博](#) | [终端店查询](#) | [雅迪京东](#) | [雅迪天猫](#)

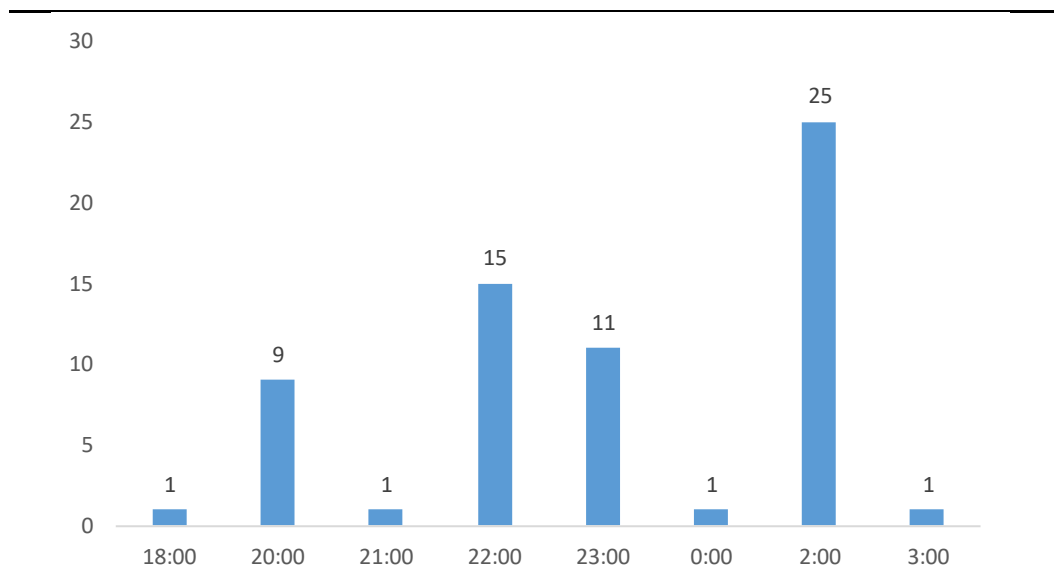
资料来源：百度搜索，东吴证券研究所

此外，我们认为该项目对于公司体育业务意义匪浅，主要体现在以下三方面：

1、品牌跃升，奠定本土龙头地位。亚洲是本届俄罗斯世界杯赞助权益实行代理分销的唯一地区，公司也是第一家与 FIFA 签约的营销代理公司。本次合作达成对于公司的品牌美誉度有显著提升，奠定公司本土体育营销龙头的地位，也有助于公司国际业务打开市场。

2、有助于公司新业务的拓展，本届世界杯举办地俄罗斯靠近中国本土，我们预计 2018 年公司体育旅游业务有望表现亮眼。由于比赛时间上佳，0:00 前开赛比赛共 37 场，占比过半，能够较好与综艺、体育旅游等业务相结合，助力公司拓展业务线。

图表 8：2018 年俄罗斯世界杯比赛开赛时段安排的统计（单位：场）



资料来源：新浪体育，东吴证券研究所

3、为后期更多项目获取奠定基础。2022 年世界杯将于亚洲卡塔尔举办，中国近年来足球氛围渐浓，中超赛事价值提升。本次获得世界杯赞助权的独家市场销售代理，将有助于公司积累经验及客户资源。

2.2. 新英体育：握头部赛事版权，拓 C 端消费市场

2017 年 7 月公司公布重大资产购买预案，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（包括 IDG 美元基金、IDG China Media Fund L.P.、BesTV 开曼、PCCW Media 等）持有的新英开曼 100% 股份并认购新英开曼新发行的股份，交易总价为 5 亿美元。

交易包括两部分：1、明诚香港向交易对方支付股份购买对价合计 4.315 亿美元，用于收购交易对方持有新英开曼的 100% 股权。2、明诚香港以 6,850 万美元认购新英开曼新发行的股份，用于回购新英开曼员工持股期权。

支付包括两部分：公司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。公司拟通过定增方式募资不超过 20 亿元，用于对子公司明诚香港增资以收购新英开曼股权。增发对象包括新英体育核心管理层，有利于实现利益绑定。截止目前，本次并购已获得发改委备案、商务厅核准。

图表 9：公司本次增发（拟）对象及详情

序号	认购人	备注	认购金额	认购比例
1	当代集团	及其一致行动人为公司第一大股东	75,000	37.5%
2	李建光	IDG 资本风险合伙人	55,000	27.5%
3	喻凌霄	新英体育总裁	45,000	22.5%
4	李红欣	-	20,000	10.0%
5	蒋立章	双刃剑体育董事长	5,000	2.5%

合计

200,000

100%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

新英体育成功推动了中国体育赛事付费观看模式，是国内体育版权市场龙头企业。其视频播放平台作为顶级体育赛事英超联赛的独立流量入口，拥有牢固的观众基础和极高的知名度。自获得 2010-2013 赛季英超赛事在中国大陆及澳门独家版权以来，新英体育开始尝试收费观看的业务模式。根据其多年运作经验和数据积累，新英体育结合中国市场的特殊情况，探索出“免费+付费”相结合的赛事转播收费模式。

图表 10：新英体育网站界面



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

其主要业务包括版权分销、产品订阅及广告赞助等。

图表 11：新英体育的主要业务类型及具体内容

业务类型	产品及服务	具体内容
版权分销	向分销对象提供国际信号，由其自行制作视频节目播出； 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； 是新英体育当前最核心业务	英超联赛 2013/2014-2018 /2019 年 6 个赛季在中国大陆和澳门地区的英超赛事的独家转播权以及相关节目版权，包括直播、延播、重播、点播等多种形式，并允许在电视、互联网电视、IPTV、互联网及移动设备上播出。 2018 年 1 月 1 日到 2022 年 11 月 30 日欧足联国家队系列赛事（包括 2020 年欧洲杯正赛及预选赛、2022 年世界杯欧洲预选赛等）的新媒体独家版权以及上述赛事的全球赞助商权益。
产品订阅	有线付费电视服务以及视频网站付费服务	新英体育通过与上海文广互动电视有限公司运营的“新视觉”频道，将英超直播节目加入该频道后，由全国 20 余个地方有线网络购买，从而收取由地方有线网络支付的节目收视费。
广告赞助	电视广告、互联网广告、移动端媒体广告等	“以节目换广告”模式：新英体育联合上海五星体育频道，自行制作赛事直播节目（包括赛事前瞻、演播室、普通话解说、赛后回顾等），随后统一向全国签约各地方台发送，以换取节目播放的植入广告及贴片广告的收益权。

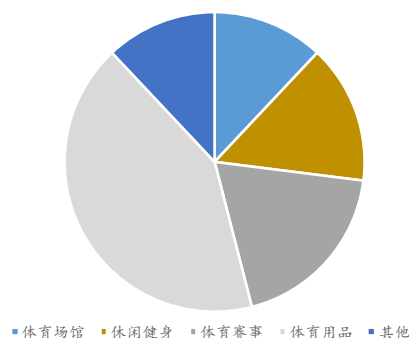
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1) 付费观看模式日趋成熟，市场规模快速增长

在成熟体育市场，体育比赛付费观看是版权方最重要收入来源。以 ESPN（美国娱乐与体育节目电视网，拥有众多体育赛事独家版权）2013 年为例，在其 100 亿美元的年收入中，有近三分之二来自于有线电视的订阅费用，而三分之一则来自于广告。

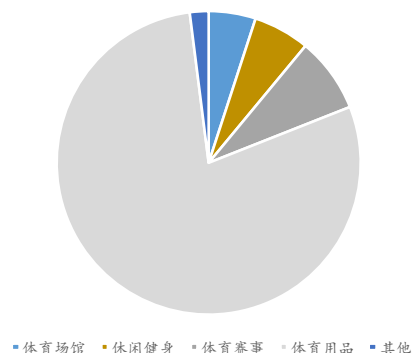
中国体育产业发展结构相当不均衡，2014 年，国家体育产业总规模为 1.7 万亿元，增加值为 5494 亿元，占国内生产总值的比重为 0.8%，其中体育用品和相关产品制造业总产出和增加值最大，分别为 11238.2 亿元和 2755.5 亿元，占体育产业总产出和增加值的 65.7%和 50.2%，体育服务业总产出和增加值分别为 5713.6 亿元和 2703.6 亿元，占比分别为 33.4%和 49.2%。

图表 12：2014 年美国体育产业结构



资料来源：智研咨询，东吴证券研究所

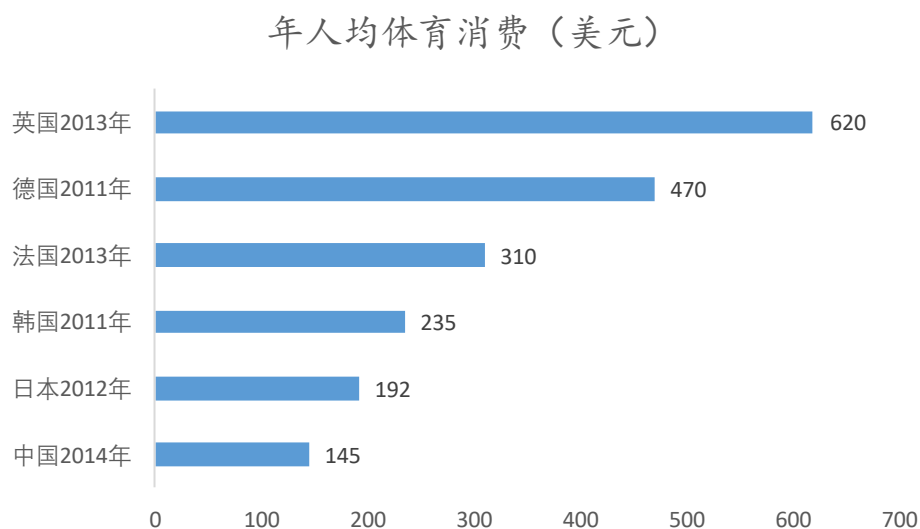
图表 13：2014 年中国体育产业结构



资料来源：智研咨询，东吴证券研究所

中国体育消费正处于培养过程中，我们认为未来体育消费市场具有较大发展前景。

图表 14：不同国家年人均体育消费情况，中国仍有较大差距



资料来源：智研咨询，东吴证券研究所

2) 看好新英在 B 端分销的价值与地位

当前行业发展核心痛点在于用户的培育及粘性的提高,2013 年起,新英体育实行多元化付费服务,在保证每轮有免费场次的情况下,陆续推出“豪门通”和“赛季通”项目。

此外,为分担版权费的压力,新英体育也先后向新浪体育、腾讯体育和乐视体育出售了非独家直播版权。中国体育赛事版权市场的特殊之处在于渠道较为分散,因此,版权运营能力是体育版权分销、播放环节最重要的核心壁垒,仅以 2016-17 赛季英超为例,新英就与腾讯体育、乐视体育、百事通、中央电视台以及由全国 20 家地方电视台组成的“英超电视联播网”达成直播协议,这样的规模和平台数量,也创造了英超海外版权直播领域的最多纪录——这体现出了公司的版权运营能力。

目前新英体育会员用户中超过 80% 用户购买的权益为死忠会员和单场点播会员。2017-2018 赛季新英体育将主推新英基础会员,购买基础会员的用户在新英网站消费其他产品时,将获得较大幅度折扣,如购买英超球票、其他类型会员等。消费者在购买基础会员的同时,便会获赠超出消费金额的观看券,随着购买的其他产品越多,则累计享受的优惠越大。通过基础会员的方式,新英体育大大增加了消费者黏性。

图表 15: 新英体育推出的独特收费模式

球票产品	权益	会员价
2017-2018 英超全季通球票	可观看全部 380 场直播比赛 (权益截至 2018 年 5 月 31 日)	268 元
2017-2018 英超死忠通球票	可观看挚爱球队全部 38 场直播比赛 (权益截至 2018.5.31)	88 元
2017-2018 英超包月球票	可观看购买日起 30 天内全部比赛直播	30 元
2017-2018 英超季包球票	可观看购买日起 90 天内全部比赛直播	88 元
2017-2018 英超单场球票	豪门对决	10 元
2017-2019 英超单场球票	普通单场	8 元

资料来源: 新英体育官网, 东吴证券研究所

2017 年 6 月, 新英上线了新会员体系, 6 月 28 日至 7 月 18 日, 新会员体系上线 20 天付费会员数已超去年休赛期 3 个月总和。同时, 会员购买力上升, ARPU 值上涨, 6 月 28 日-7 月 30 日, 新英体育全季通球票销量较去年同期提升 24%。

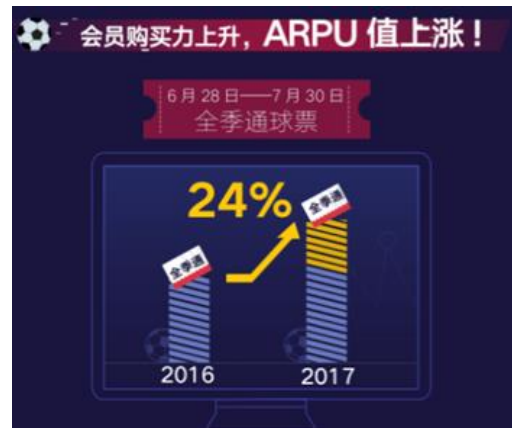
根据新英体育年度报告, 2017 年, 新英用户比赛全程无卡顿比例从 72.8% 提升至 83.6%, 公司 2017 年直播网络资源全国布局投入增加 48%。用户层面, 英超 17/18 赛季观赛人数同比上赛季增长 87%, 付费用户中尊享会员 (拥有 1080P、专享赛事、免广告等权益) 占比超 90%, 对于画质、流畅度等增值用户体验的需求及付费意愿快速增长——这彰显了新英体育平台除了优质内容外, 愈发凸显的平台自身价值。

图表 16：新英体育新会员体系带来会员增长



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 17：新英体育会员购买力大幅提升



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3) 并购有助于公司业绩增厚。新英体育目前财务状况良好，盈利能力较强，将较大提升公司的营业收入及净利润，扩大公司的资产规模，提高公司的持续盈利能力及整体价值。

图表 18：新英体育近两年一期的盈利情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1-5 月
营业总收入	38,498.54	70,493.51	46,613.93
营业利润	17,442.59	21,042.57	21,666.52
利润总额	17,337.57	20,855.30	21,581.02
净利润	15,273.70	17,775.12	17,610.83

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

本次并购有望为公司未来带来明显的业绩增量，公司测算：

图表 19：新英体育未来两年的项目有望给公司带来业绩增量

项目	2018 年	2019 年	2020 年
英超联赛版权税前利润	52,247	23,640	
欧足联旗下系列赛事版权税前利润	-10,358	19,854	53,001
合计税前利润	41,889	43,494	53,001
合计税后利润	31,417	32,620	39,751

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

此次收购完成后，新英体育将成为上市公司体育产业链条上的重要一环，根据规划，未来的协同将来自于：

1、公司将基于现有的业务格局和已搭建的体育平台，和新英体育共同进一步挖掘版权的深层次价值，开发版权衍生业务，延伸版权产业链，打造中国体育版权第一运营平台；

2、共同发展包括线上广告、产品订阅在内的线上营销业务，大力推进包括球迷活动、奖杯巡展、衍生品开发在内的线下营销活动，通过线上线下版权运营业务的联动，

为商务用户提供更高品质的营销服务，进而实现广告收入的巨大飞跃；

3、共同丰富和优化新英体育视频播放业务的播放内容和用户体验，为球迷和受众提供更多的增值服务，使之成为视频平台体育垂直领域的领先者。

2.3. 平台可期：资源整合协同打造体育生态

1) 资源整合协同打造体育生态

体育营销：双剑与 FIFA 正式签署了销售代理合同，是国际足联第一次将独家销售代理的权利授予中国公司，开创了中国体育营销公司先河。受益于公司国际体育资源布局及国际顶级资源的连接作用，公司与知名足球国家队、顶级足球俱乐部、国际足球巨星、NBA 球队及球星等国际体育一流资源建立联系，并逐渐获得认可与信任，进入资源的落地与变现阶段。

客户端，随着公司资源升级，服务由资源撮合商向体育营销综合服务商的进化，公司服务的客户也逐步产生量和质的转变。2017 年国内、国际知名品牌客户相继与双剑开展深入合作，捷信金融、中石化等成为公司战略客户，在体育商业赞助权益撮合的基础上，为其提供了一体化的营销落地执行服务。公司主要服务案例：

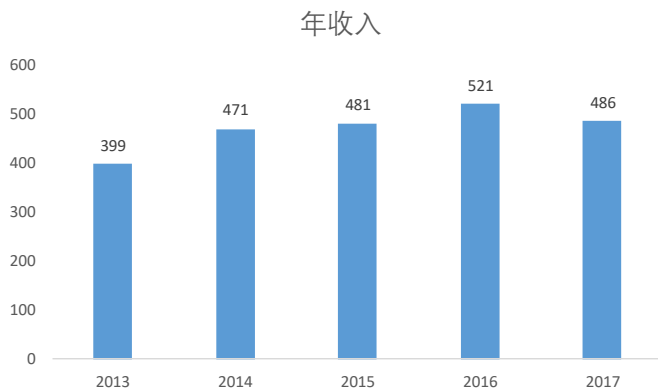
- 帮助捷信金融开展全国范围线上线下相结合的营销活动；
- 帮助中石化开展线下营销活动、全媒体宣传及宣传片制作投放等。

2) 项目落地验证整合逻辑

2018 年 3 月，双剑（香港）体育发展有限公司与巴黎圣日耳曼足球俱乐部及其销售代表公司 PSG merchandising（PSG 商业销售）签署独家经纪合作协议，PSG 公司授予双剑香港和代表 PSG 公司向中国大陆及香港地区进行市场营销的独家权利。本次协议的签订，将能进一步巩固公司在国内体育营销行业中的领先地位，同时也能更进一步提升公司在国内外体育行业中的市场影响力与竞争力，逐步实现公司国际化的发展战略。

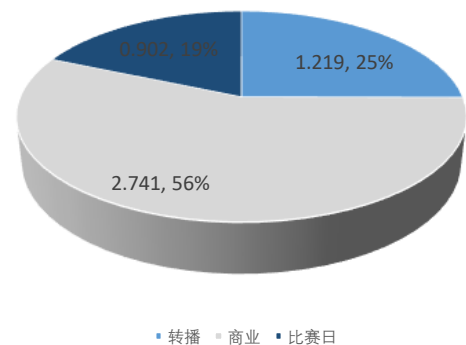
巴黎圣日耳曼是法甲豪门球队，截至 2017 年底，球队共夺得 6 次法甲冠军、11 次法国杯冠军、7 次法国联赛杯冠军、7 次法国超级杯冠军、1 次欧洲优胜者杯冠军以及 1 次国际托托杯冠军。根据德勤足球报告，巴黎圣日耳曼仍是财富榜前二十强中唯一的法国俱乐部，2016/17 赛季其总收入为 4.862 亿欧元，其中商业收入为核心收入来源，为 2.7 亿欧元，占比达 56%。2017 年，巴黎圣日耳曼已高调引入内马尔和姆巴佩，将有望提升俱乐部在联赛中的排名以及商业价值。

图表 20：巴黎圣日耳曼球队年收入情况（百万欧元）



资料来源：德勤，东吴证券研究所

图表 21：巴黎圣日耳曼球队年收入结构（亿欧元）



资料来源：德勤，东吴证券研究所

2018 年 2 月，公司公告重庆当代力帆足球俱乐部有限公司拟授权公司全资子公司双刃剑上海为其 2018、2019、2020 赛季的独家商务代理公司。当代力帆为当代集团控股子公司，当代集团为公司控股股东武汉新星汉宜化工有限公司的控股股东，同时当代力帆主席蒋立章先生持有公司 11.79% 股权且为公司董事。公司资源整合协同效应彰显。

3. 盈利预测与投资建议

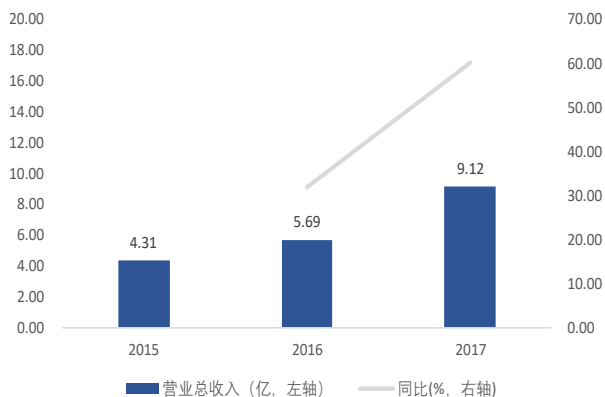
3.1. 盈利预测

2017 年度公司实现营收 9.12 亿元，同比增长 60.26%，归属净利 1.28 亿元，同比增长 4.85%。

收入增长驱动：强视传媒、耐丝业务收入增加，以及汉为体育、指点未来、当代银兴并表所致。影视业务 2017 年收入同比增长 46%，经纪业务发展迅猛，目前 MBS 分别拥有职业球员、半职业球员、青年球员 19 名、24 名、62 名，并代理教练等其他人员 5 名，总人数相较 2016 年增长约 39%。

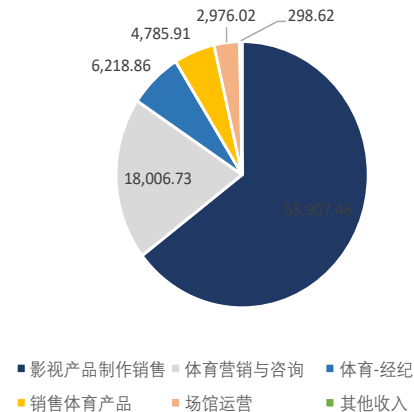
利润影响因素：费用率提升明显，尤其是管理费用率及财务费用率的增长，拖累了公司业绩。

图表 22: 公司主营业务收入情况 (单位: 亿元)



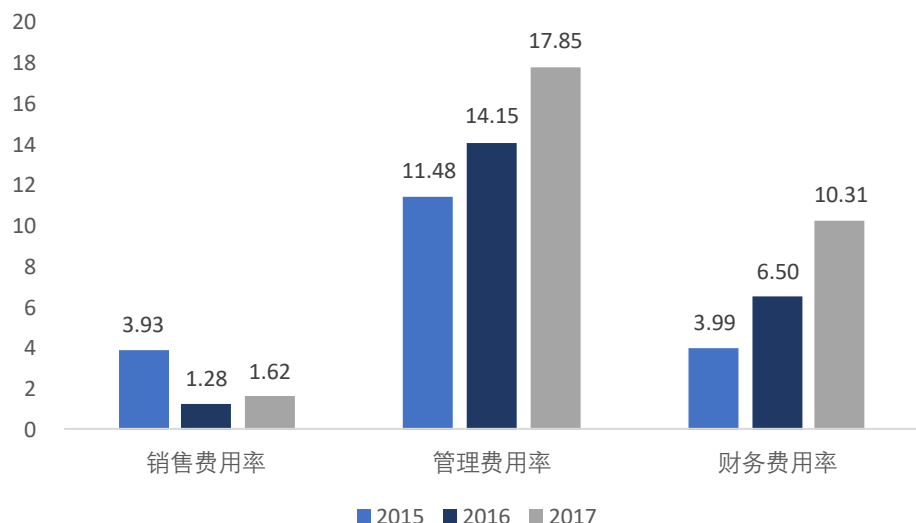
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 23: 2017 年各业务板块营收情况 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 24: 公司费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

■ 我们预计公司影视业务将保持较快增长

公司储备项目丰富, 2017 年强视传媒加大了对影视剧投资拍摄的力度, 公司 2017 年年底存货同比增长 80.4%。未来项目看点主要包括:

电视剧:《猎毒人》、《大清相国》、《庆余年》、《人生》、《檀香刑》、《秋菊打官司》、《金粉世家之梦》、《金粉世家之飘》、《恶意》、《墨攻》、《岁月有迹有春天》、《狄仁杰之浮世传奇》、《耶路撒冷》、《英雄连》、《刚好遇见你》、《相约在普朗克温度》、《可爱的他们》、《被告人》、《浪漫医生金师傅》、《追踪者》、《爱你千万次》;

电影剧本:《阿修罗》、《给 19 岁的我自己》、《数学怪》、《gringo》;

网络剧/网络电影剧本:《狼哥狗队猫小姐》、《冠军之光》、《外交官》、《死人经》、《守夜者》、《凯旋在子夜》、《江湖喧嚣只为你》、《一网打尽》、《神府高校》、《我的盖世英雄》、《七十二层奇楼》、《计时七点》。

当前项目推进情况符合预期:

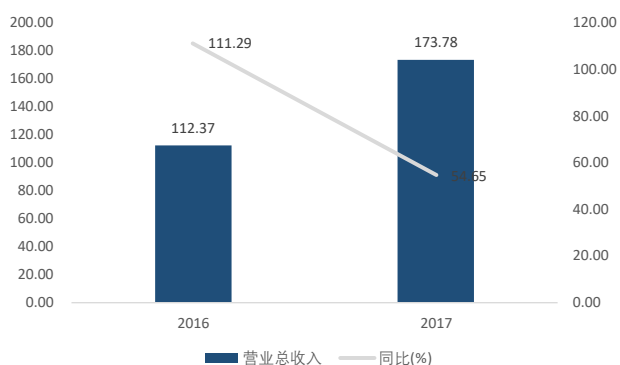
图表 25: 2018 年度公司影视剧拍摄计划

电视剧名称	集数	开机时间	预计完成	合作方式	目前进展
1 《庆余年》	50	2018. 1	2018 年底	联合制作 参投	拍摄中
2 《岁月有迹有春天》	45	2018. 3	2018 年底	联合制作 主投	拍摄中
3 《金粉世家之梦》、 《金粉世家之飘》	80	2018. 7	2019 年	联合制作 主投	已备案, 剧本修改, 前期筹备, 主要演员已签约
4 《墨攻》	70	2018. 9	2019 年	联合制作 主投	已签编剧导演、联合摄制合同 前期筹备中
5 《秋菊打官司》	50	2018H2	2019 年	联合制作 主投	已备案, 剧本完成 主创洽谈中
6 《大清相国》	40	2018H2	2019 年	联合制作 主投	已备案、签编剧导演、联合投 资摄制合同, 剧本修改
7 《人生》	50	2018H2	2019 年	联合制作 主投	剧本创作中

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 时间截止 2018 年 3 月 19 日

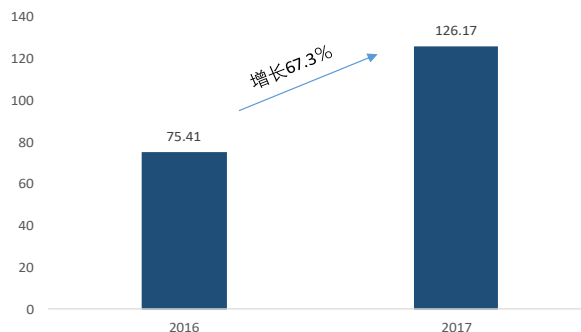
从视频网站的需求情况来看, 我们预计视频内容采购在未来 2-3 年将保持较快增长。分析爱奇艺财务数据, 其 2015 年至 2017 年收入及内容支出均保持快速增长。

图表 26: 爱奇艺收入保持快速增长 (单位: 亿元)



资料来源: 爱奇艺公告, 东吴证券研究所

图表 27: 爱奇艺内容支出情况 (单位: 亿元)



资料来源: 爱奇艺公告, 东吴证券研究所

■ 受益于核心项目及品牌提升, 体育营销与咨询业务预期乐观

《体育产业“十二五”规划》、《关于鼓励和引导民间资本投资体育产业的实施意见的通知》及《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》等政策鼓励行业发展, 民间资本亦加码体育产业投资, 有望推动我国体育产业快速发展。公司当前已经储备了丰富的体育资源及客户资源, 将有助公司体育业务的拓展及标的业绩预期的达成:

- 1、国际性体育组织如世足联（FIFA）、奥组委、欧洲足球协会联盟（UEFA）等；
- 2、俱乐部如巴塞罗那、皇家马德里、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城、森林狼等；
- 3、运动员如苏亚雷斯、伊涅斯塔、蒂亚戈、鲁迪·费尔南德斯、扎克拉文、阿隆戈登等；
- 4、品牌企业如中石化、捷信 金融、雅迪等以及国内体育领域从业机构、人员等建立了有效合作关系，并掌握了一定的面向基础群众运动的场馆及赛事资源。

图表 28：公司收入预测

	2017	2018E	2019E	2020E
影视产品制作销售	58,907	79,525	103,383	129,228
增速	46.44%	35%	30%	25%
毛利率	53.17%	50.00%	50.00%	50.00%
体育营销与咨询	18,007	23,409	29,261	35,113
增速	10.81%	30%	25%	20%
毛利率	76.21%	76.00%	76.00%	76.00%
体育-经纪	6,219	8,000	10,000	12,000
增速	703.79%	28.64%	25.00%	20.00%
毛利率	70.32%	70.00%	70.00%	70.00%
销售体育产品/场馆运营	7,762	10,091	13,118	17,053
增速		30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	23.99%	24.00%	24.00%	24.00%
新英体育		77,825	103,757	118,583
增速			33.32%	14.29%
毛利率		50.48%	52.86%	58.14%

资料来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

备注：体育经纪业务、销售体育产品/场馆业务及新英体育的收入均按照收购公告中的业绩承诺或盈利预期。

■ 预计公司费用率将保持在较高水平，但有望稳重有降

根据公司本次新英体育并购方案，我们判断公司在并购完成后，资产负债率将进一步提高，财务费用在 2018 年将有明显提升，但随着新英的并表及业务的整合，我们预计公司费用率将稳中有降，2018/2019/2020 年费用率分别为 25.0%、22.9%、22.8%。

我们进一步假设：1、公司按预期完成新英体育并表；2、公司完成本次增发，因发行股票数量应不超过发行前上市公司总股本 487,182,186 股的 20%，即 97,436,437 股，我们假设按照增发方案的股数上限计算；

预计公司 2018/2019 年备考归属净利润为 4.18/5.95 亿元，备考 EPS 为 0.72/1.02 元。

3.2. 投资建议

公司业务可分拆为影视板块及体育板块，我们考虑了以下三个方面：

- 1、截止 2018 年 3 月 22 日收盘，A 股传媒板块影视上市公司估值中位数为 19 倍。

图表 29: A 股传媒影视板块 PE 估值 (2018E) 情况

证券代码	证券简称	PE (2018E)
300133. SZ	华策影视	27
002343. SZ	慈文传媒	24
300426. SZ	唐德影视	17
601599. SH	鹿港文化	16
002425. SZ	凯撒文化	15
300336. SZ	新文化	15
中位数		19

资料来源: wind, 东吴证券研究所

2、公司体育板块以体育营销、体育经纪、版权分销为主,其代理商业模式与广告营销行业相似,我们参考当前传媒板块广告营销行业的估值情况,截止 3 月 22 日收盘,可比 10 家广告营销上市公司估值平均值为 33 倍。若剔除两只次新股宣亚国际、华扬联众,剔除停牌企业印纪传媒,7 家可比上市公司估值平均值为 32 倍。

图表 30: A 股传媒广告营销板块 PE 估值 (2018E) 情况

证券代码	证券简称	PE (2018E)
300612. SZ	宣亚国际	61
603729. SH	龙韵股份	54
002137. SZ	麦达数字	54
603825. SH	华扬联众	31
603598. SH	引力传媒	29
002027. SZ	分众传媒	25
002712. SZ	思美传媒	22
300058. SZ	蓝色光标	20
002400. SZ	省广股份	19
002143. SZ	印纪传媒	19
算数平均		33

资料来源: wind, 东吴证券研究所

3、截止 3 月 22 日收盘, A 股传媒板块上市公司 (剔除估值最高 10 家企业及估值最低 10 家企业) 平均估值为 27 倍。

4、2018 年为世界杯年, 体育行业景气度高, 公司所属体育营销行业在国内空间广阔, 公司有望获益于行业红利。

综合以上对于细分板块、整体估值及行业情况, 给予公司 2018 年 30 倍估值, 目标价 21.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

4. 风险提示

并购进展低于预期：新英体育并购虽已获得关键批文，并获得本次重大资产购买事项尚需经公司股东大会审议通过，但在实现交割前，仍存不可完成的风险。

资源流失风险：国际体育的顶级核心资源拥有极强稀缺性，最主要的如世界杯、奥运会、欧洲五大联赛、NBA 等，体育产业各环节对上述顶级资源的依赖性都很强。在激烈竞争的环境下，面临资源流失的风险。

业务整合风险：公司正处转型期，前期并购标的较多，2018 年公司将完成对新英体育的收购，收购完成后，公司业务进一步多元化，业务整合存在一定不确定性。

商誉减值风险：截止 2017 年年末，公司共有商誉 15 亿，占公司资产比为 31%，本次并购新英完成后，商誉占比将进一步提升，若未来并购标的出现经营波动，可能出现商誉减值。

技术团队流失：公司影视业务及体育业务均是轻资产业务模式，对于核心技术团队依赖程度较高，公司存在人才流失风险。

政策风险：文化传媒行业受政策影响明显，公司存在不可预期的政策风险。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	912	1988	2595	3120
营业成本	401	940	1206	1392
毛利	510	1049	1389	1727
%营业收入	56.0%	52.7%	53.5%	55.4%
营业税金及附加	4	9	12	14
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	15	32	42	50
%营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	163	298	389	468
%营业收入	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
财务费用	94	168	164	194
%营业收入	10.3%	8.4%	6.3%	6.2%
资产减值损失	69	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资收益	12	10	10	10
营业利润	176	572	813	1031
%营业收入	19.3%	28.8%	31.3%	33.1%
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	190	572	813	1031
%营业收入	20.9%	28.8%	31.3%	33.1%
所得税费用	42	125	178	226
净利润	149	447	635	806
归属于母公司所有者的净利润	128.1	418.2	594.5	754.0
少数股东损益	21	29	41	52
EPS (元/股)	0.26	0.72	1.02	1.29

现金流量表 (百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流净额	-827	937	137	552
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	-105	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-53	-30	-34	-39
其他	100	0	0	0
投资活动现金流净额	-58	-30	-34	-39
债券融资	500	1000	500	300
股权融资	66	1614	0	0
银行贷款增加 (减少)	592	-842	0	0
筹资成本	99	-230	-253	-307
其他	-142	0	0	0
筹资活动现金流净额	1114	1542	247	-7
现金净流量	229	2448	350	506

资产负债表 (百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	560	809	1159	1665
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1101	585	763	917
存货	1247	2395	2776	3048
预付账款	277	649	832	961
其他流动资产	83	154	201	242
流动资产合计	3269	4591	5731	6832
可供出售金融资产	156	156	156	156
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	2175	2185	2194	2204
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	15	43	73	105
无形资产	2	2	2	2
商誉	1571	3771	3771	3771
递延所得税资产	24	0	0	0
其他非流动资产	-2087	-2087	-2087	-2087
资产总计	5126	8664	9844	10988
短期贷款	842	200	200	200
应付款项	142	153	131	151
预收账款	62	135	176	212
应付职工薪酬	9	20	26	30
应交税费	55	169	241	309
其他流动负债	66	145	187	218
流动负债合计	1176	716	850	1001
长期借款	200	200	200	200
应付债券	500	1800	1500	1500
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	504	504	504	504
负债合计	2380	3120	3754	4206
归属于母公司所有者权益	2524	5293	5798	6439
少数股东权益	222	252	295	350
股东权益	2746	5544	6090	6782
负债及股东权益	5126	8664	9844	10988

基本指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	0.26	0.72	1.02	1.29
BVPS	5.18	9.05	9.92	11.01
PE	60.49	22.24	15.65	12.34
PEG	0.75	0.28	0.19	0.15
PB	3.07	1.76	1.60	1.44
ROE	5.1%	7.9%	10.3%	11.7%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

