

证券研究报告—深度报告

传媒

互联网

当代明诚(600136)

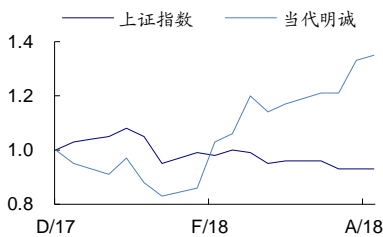
增持

合理估值: 20.55-23.98 元

(维持评级)

2018年05月14日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	487/344
总市值/流通(百万元)	8,730/6,170
上证综指/深圳成指	3,159/10,689
12个月最高/最低(元)	19.38/10.80

相关研究报告:

《当代明诚-600136-重大事件快评:“影视+体育”双主业并驾齐驱,步入全新发展阶段》——2016-06-13

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160  
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

联系人: 董博雄

电话: 010-88005318  
E-MAIL: dongboxiong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

当盛世之夏,代亚界之功  
明神杯之志,诚我辈之机

● 盛世之夏,足球盛典催化在即,尽享行业红利

收购双刃剑体育及新英体育持续加码体育板块。

1) 2018 俄罗斯世界杯将于 6 月 14 日(周四)至 7 月 15 日举行。揭幕战将于北京时间 6 月 14 日 23 时开赛;中俄时差 5 小时,观赛时间集中在国内观众休息前,受众群体广泛。

2) 双刃剑体育成为 FIFA 指定俄罗斯世界杯亚洲区独家销售代理,开创中国体育营销界先河,世界杯热度催化下公司市场地位不断抬升,国际化进程显著。

3) 公司把握机遇积极拓展体育全产业链业务,与 FIFA、国际奥组委、欧洲足协等国际体育组织,巴塞罗那、皇家马德里、拜仁慕尼黑等优质俱乐部以及苏亚雷斯、鲁迪·费尔南德斯等明星球员建立合作关系,同时布局体育版权贸易、赛事活动、经纪业务,场馆运营、体育培训业务,行业影响力日趋强盛。

4) 公司并购体育版权行业龙头新英体育,并与苏宁体育达成合作,收获英超、欧足联、西甲、德甲精品赛事转播权。同时公司利用新英体育“免费+付费+增值”付费模式,把握国内体育版权付费市场,提高资源变现能力,获取内容端资源和版权平台优势。

● 影视领域发展加速,精品化战略提升竞争力

公司以旗下强视传媒为核心坚持精品剧制作战略。《爱人同志》献礼十九大,获广电总局重点项目扶持,成绩喜人;储备剧目《玄武》、《新龙门客栈》等上线在即,有效增厚 2018 业绩;公司现存莫言《檀香刑》等优质 IP,与韩三平、郑晓龙、胡歌、靳东等合作紧密,有力把握头部资源,助力精品化战略实施。

● 盈利预测及建议

收购强视传媒成功转型,后收购双刃剑体育丰富大文化产业布局,转型三年以来“影视+体育”双轮驱动战略收效显著。随着后续加重体育业务投入,公司市场地位将持续优化。我们预测公司 2018-20 年备考 EPS 分别为 0.69/0.94/1.20 元,对应当前 PE 分别为 26/19/15 倍。考虑到世界杯催化因素及后续体育资源变现力度持续提高,公司 2018 年 PE 合理区间为 30-35 倍,对应股价区间为 20.55-23.98 元,给予“增持”评级。

● 风险提示

政策风险、并购进展不及预期风险、商誉减值风险、版权运营风险等

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	569	912	2,058	2,537	3,139
(+/-%)	32.0%	60.3%	125.7%	23.3%	23.7%
净利润(百万元)	122	128	400.36	550.13	700.75
(+/-%)	128.5%	4.9%	212.5%	37.4%	27.4%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.26	0.69	0.94	1.20
EBIT Margin	36.9%	36.1%	37.1%	34.7%	31.8%
净资产收益率(ROE)	5.1%	5.1%	15.3%	20.1%	24.1%
市盈率(PE)	163.3	68.1	26.2	19.0	14.9
EV/EBITDA	46.2	33.4	17.4	18.3	17.0
市净率(PB)	10.0	3.46	4.00	3.82	3.61

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 盈利预测与投资建议

1) 2018 俄罗斯世界杯将于 6 月 14 日 (周四) 至 7 月 15 日举行, 中俄时差 5 小时, 观赛时间集中在国内观众休息前, 受众群体广泛。双刃剑体育成为 FIFA 指定俄罗斯世界杯亚洲区独家销售代理, 开创中国体育营销界先河, 世界杯热度催化下公司市场地位不断抬升, 国际化进程显著。

2) 公司把握机遇拓展体育全产业链业务, 与 FIFA、国际奥组委、欧洲足协等国际体育组织, 巴塞罗那、皇家马德里、拜仁慕尼黑等优质俱乐部以及苏亚雷斯、鲁迪·费尔南德斯等明星球员建立合作关系, 同时布局上下游体育版权贸易、赛事活动、球员经纪, 场馆运营、体育培训业务, 行业影响力日趋强盛。

3) 公司并购体育版权行业龙头新英体育, 并与苏宁体育达成合作, 收获英超、欧足联、西甲、德甲等精品赛事转播权。同时公司利用新英体育“免费+付费+增值”付费模式, 把握国内体育版权付费市场, 提高资源变现能力, 获取内容端资源和版权平台优势。

4) 公司以旗下强视传媒为核心坚持精品剧制作战略。过往作品《爱人同志》等成绩喜人, 储备剧目《玄武》、《新龙门客栈》等上线在即, 公司现有莫言《檀香刑》等重磅 IP, 握有韩三平、郑晓龙、胡歌等影视行业头部资源, 行业地位持续凸显。

我们预测公司 2018-20 年 EPS 分别为 26/19/15 倍。考虑到世界杯催化因素及后续体育资源变现力度持续提高, 公司 2018 年 PE 合理区间为 30-35 倍, 对应股价区间为 20.55-23.98 元, 给予“增持”评级。

### 与市场预期的差异之处

1) 市场普遍认为公司体育业务开展不及预期, 我们认为, 伴随国内体育营销行业监管持续松懈, 公司有望以体育产业链布局为基石, 以世界杯红利催化为契机, 有效提升行业地位, 拓宽变现渠道, 享受体育行业红利。

2) 市场普遍认为新英体育在英超等赛事转播权合约到期后存在续约风险, 我们认为, 公司一方面筹划与苏宁成立合资公司共同运营 2019-2022 年英超转播, 并追求 2022 年后转播权; 另一方面力求多元化转播, 谋求西甲等多层次体育竞技转播权, 有助于降低版权运营风险。

3) 市场普遍认为电视剧行业天花板将近, 我们认为, 以第三方网络视频平台内容版权投入规模为参照, 当前电视剧销售价格依然存在 50% 以上向上空间, 电视剧行业红利仍在。当代明诚作为精品剧制作公司, 其核心作品在市场中反响热烈, 市场地位稳固, 业绩确定性强。

### 股价变化的催化因素

短期催化剂: 世界杯开赛增厚公司体育营销业务利润。

长期催化剂: 基于公司体育产业链多元布局, 享受体育行业优化红利。

### 风险提示:

政策风险、并购进展不及预期风险、商誉减值风险、版权运营风险等。

## 内容目录

投资摘要.....	2
估值与投资建议.....	6
1. 绝对估值法：合理股价区间为 22.13-23.94 元.....	6
2. 相对估值法：合理股价区间为 20.55-23.98 元.....	7
影视行业为起点，切入体育领域布局大文化产业.....	8
1. 影视产业起步，拓展体育产业布局.....	8
2. 股权结构稳健，公司治理完善.....	9
3. 转型文化传媒领域营收与利润双升，体育业务蓬勃发展.....	9
影视领域发展加速，精品化战略增强竞争力.....	11
1. 视频平台外购版权体量验证头部剧需求持续走强，头部内容影视制作公司受益平台端竞争红利.....	11
2. 头部内容影视制作公司受益平台端竞争红利.....	13
体育行业发展环境优化，全产业链布局争夺头部地位.....	16
1. 体育行业进入发展加速期，可开发空间广阔.....	16
2. 上下游资源整合，完善体育产业链布局.....	19
3. 并购新英体育，深化版权市场开发.....	22
盈利预测与投资评级.....	25
风险提示.....	25
附表：财务预测与估值.....	26
国信证券投资评级.....	27
分析师承诺.....	27
风险提示.....	27
证券投资咨询业务的说明.....	27

## 图表目录

图 1: 当代明诚公司历史沿革 .....	8
图 2: 当代明诚大文化产业战略布局 .....	9
图 3: 2015-2018Q1 公司主营业务收入情况 (亿元) .....	10
图 4: 2015-2018Q1 公司归母公司净利润情况 (亿元) .....	10
图 5: 2015-2018Q1 公司净资产收益率情况 (%) .....	10
图 6: 2015-2017 公司营收结构 (亿元) .....	10
图 7: 2015-2017 公司各业务毛利率 (%) .....	10
图 8: 2015-2017 三大期间费用水平 (亿元) .....	11
图 9: 2013-2017 年 TOP10 电视剧播放量 (亿) 及增速 .....	11
图 10: 2014-2017 年网络剧播放量 (亿) 及增速 .....	11
图 11: 2015-2017 网络剧总数量和前台播放量 .....	12
图 12: 2017 年各视频平台自制网络剧数量和前台播放量 .....	12
图 13: 视频网站收入规模保持高速增长 .....	12
图 14: 视频网站内容成本/收入占比逐年提升 .....	12
图 15: 2015-17 年爱奇艺内容成本比重逐年攀升 .....	13
图 16: 2015-17 年爱奇艺内容成本变化 .....	13
图 19: 2015 年我国体育产业构成 .....	16
图 20: 2015 年美国体育产业构成 .....	16
图 21: 2017 年中国体育行业产业图谱 .....	16
图 22: 国内外知名赛事收入占比 .....	17
图 23: 体育版权变现模式 .....	17
图 24: 2016 年观众选择转播途径分布 .....	18
图 25: 公司体育产业布局 .....	19
图 26: 双刃剑战略布局 .....	20
图 27: 新英体育产品界面 .....	23
图 28: 新英体育近两年一期营收情况 (亿元) .....	24
图 29: 新英体育近两年一期净利润情况 (亿元) .....	24
图 30: 2015-2017 英超版权分销前五大客户收入 (亿元) .....	24
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	6
表 2: 资本成本假设 .....	6
表 3: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元) .....	7
表 4: 文化板块可比公司估值水平对比 .....	7
表 1: 当代明诚股权结构 .....	9
表 2: 爱奇艺 2015-2017 年内容资产减值及摊销明细 (亿元) .....	13
表 3: 强视传媒经典作品 .....	14
表 4: 2017 年公司推进的影视项目 .....	14
表 5: 2018 年公司影视剧拍摄计划 .....	15
表 6: 国内体育版权签约情况 .....	18

表 7: 2017 年体育营销业务主要项目 .....	20
表 8: 双刃剑奥运合同金额及毛利率 .....	21
表 9: 公司本次拟增发对象 .....	22
表 10: 新英体育主要业务类型及内容 .....	23
表 11: 新英体育会员权益 .....	23
表 12: 公司主要欧洲赛事版权资源 .....	25

## 估值与投资建议

公司收购强视传媒成功转型，后收购双刃剑体育丰富大文化产业布局，转型三年以来“影视+体育”双轮驱动战略收效显著。随着后续加重体育业务投入，公司市场地位将持续优化。我们预测公司 2018-20 年备考 EPS 分别为 0.69/0.94/1.20 元，对应 PE 分别为 26/19/15 倍，给予“增持”评级。

### 1. 绝对估值法：合理股价区间为 22.13-23.94 元

按照公司各项业务的发展趋势及业绩承诺，我们预计公司在 2018-2020 年收入增速分别为 125.71%、23.28%及 23.71%，2018-2019 年由于借贷、融资等财务费用增速较快，其余费用率基本维持稳定。通过绝对估值法得到公司合理股价为 22.98 元。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	31.98%	60.26%	125.71%	23.28%	23.71%	16.90%	9.00%
营业成本/营业收入	45.78%	44.02%	44.38%	46.78%	47.95%	47.91%	47.88%
管理费用/营业收入	14.14%	17.77%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%
销售费用/销售收入	1.28%	1.62%	1.50%	1.50%	3.05%	3.05%	3.05%
营业税及附加/营业收入	0.60%	0.45%	0.55%	0.50%	0.66%	0.66%	0.66%
所得税税率	15.05%	21.90%	18.40%	17.00%	16.80%	15.00%	15.00%
股利分配比率	15.73%	77.02%	77.02%	77.02%	77.02%	77.02%	77.02%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.90	0.90
无风险利率	4.00%	
股票风险溢价	14.50%	
公司股价	17.92	
发行在外股数	584	
股票市值(E)	10473	10473
债务总额(D)	1008	1008
Kd	10.00%	10.00%
T	10.00%	10.00%
Ka	17.05%	
有杠杆 Beta	0.98	0.98
Ke	18.18%	
E/(D+E)	91.22%	91.22%
D/(D+E)	6.00%	6.00%
WACC	17.12%	

资料来源：国信证券经济研究所预测

**表 3: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)**

22.98	16.1%	16.6%	17.12%	17.6%	18.1%
3.0%	25.33	24.47	23.67	22.93	22.24
2.5%	25.02	24.20	23.43	22.71	22.04
2.0%	24.74	23.94	23.20	22.51	21.86
1.5%	24.47	23.70	22.98	22.31	21.68
1.0%	24.23	23.48	22.78	22.13	21.52
0.5%	23.99	23.27	22.59	21.96	21.36
0.0%	23.78	23.07	22.41	21.80	21.21

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 2. 相对估值法: 合理股价区间为 20.55-23.98 元

我们选取 A 股收入及业务结构较为相似的影视公司估值水平作为参照系。可比游戏公司 18 年 PE 均值约为 22.48 倍, 19 年 PE 平均值约为 17.93 倍, 考虑到世界杯催化因素及后续体育资源变现力度持续提高, 给予公司 2018 年 30-35 倍 PE, 对应股价区间为 20.55-23.98 元。

**表 4: 文化板块可比公司估值水平对比**

代码	公司	股价	市值 (亿)	18PE	19PE	20PE
002343.SZ	慈文传媒	33.70	114.33	20.31	16.32	14.06
300133.SZ	华策影视	11.12	196.79	24.65	19.54	15.24
600136.SH	当代明诚	17.92	87.30	26.21	19.02	14.90

资料来源: Wind, PE 取 Wind 一致预测数据, 国信证券经济研究所整理

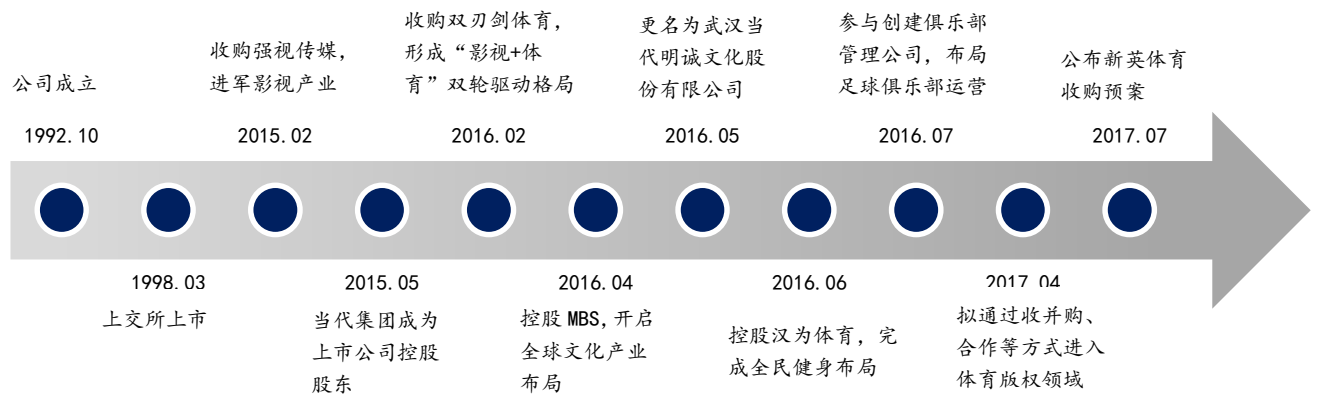
## 影视行业为起点，切入体育领域布局大文化产业

### 1. 影视产业起步，拓展体育产业布局

公司于 1992 年成立，自 2015 年重大资产重组后正式转型文化业务，现已成为国内领先的影视、体育、娱乐业一体化公司。当代明诚在转型发展过程中主要经历了以下重要节点：

2014 年度，上市公司启动产业方向调整的重大战略转型，将企业的未来发展方向锁定在成长性较好、发展前景广阔的文化产业。2015 年，公司收购强视传媒，100% 股权正式切入文化产业，主营业务由磷矿石开采、学生公寓租赁等传统工业项目转型为文化传媒行业。2016 年，公司收购双刃剑体育，从体育营销领域切入体育行业；随后持续保持对体育行业的关注，先后收购耐丝国际、汉为体育、郝海东青训，拓宽体育业务布局，实现体育营销、体育经纪、大众健身与俱乐部经营共同发展。2017 年，公司提出收购新英体育预案，拟进一步扩展体育版权领域版图。

图 1：当代明诚公司历史沿革

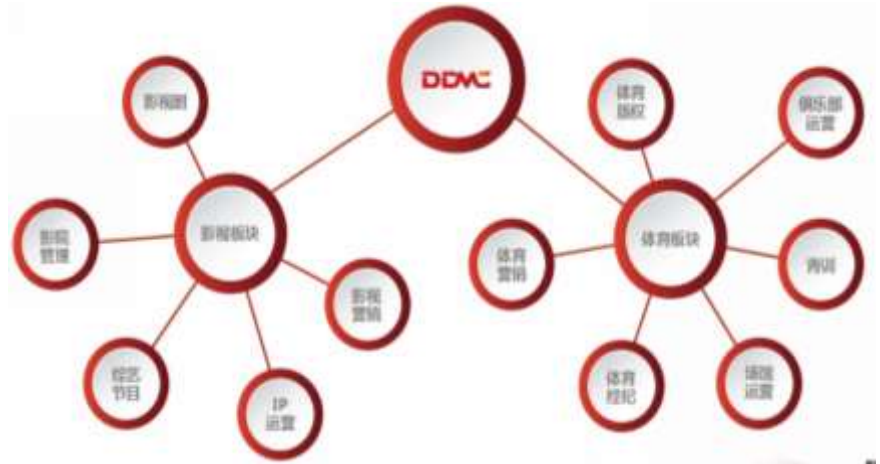


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

迄今为止，公司通过自行业务开发与并购业务，影视行业旗下公司包括强视传媒、华娱时代、尚诚文化、指点未来等；体育行业旗下公司包括双刃剑体育、MBS、汉为体育、郝海东青训等，基本完成了影视行业精品化、体育行业全产业链布局的基础建设，形成大文化产业“双轮驱动”布局。随着公司投入增加，未来在文化产业布局有望进一步扩大。



图 2: 当代明诚大文化产业战略布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 2. 股权结构稳健, 公司治理完善

公司股权结构较为稳健, 艾路明为实际控制人。艾路明为当代集团董事长, 间接持有当代明诚公司股份, 同时还控股人福医药集团股份有限公司、武汉三特索道集团股份有限公司。

表 5: 当代明诚股权结构

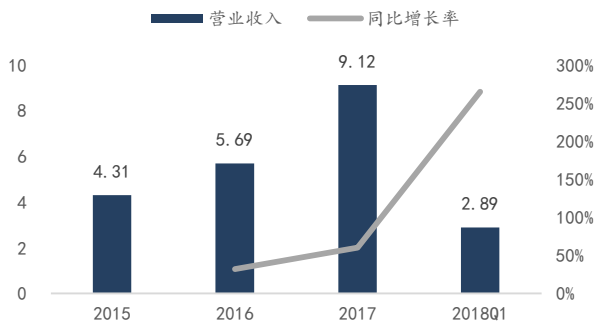
排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	武汉新星汉宜化工有限公司	16.47
2	蒋立章	11.79
3	游建鸣	10.13
4	武汉当代科技产业集团股份有限公司	7.16
5	武汉市夏天科教发展有限公司	5.00
6	彭章瑾	3.93
7	天风睿源(武汉)股权投资中心(有限合伙)	3.10
8	上海灵瑜投资中心(有限合伙)	2.05
9	武汉合信实业有限公司	1.77
10	武汉天风睿盈投资中心(有限合伙)	1.56
	合计	62.96

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 3. 转型文化传媒领域营收与利润双升, 体育业务蓬勃发展

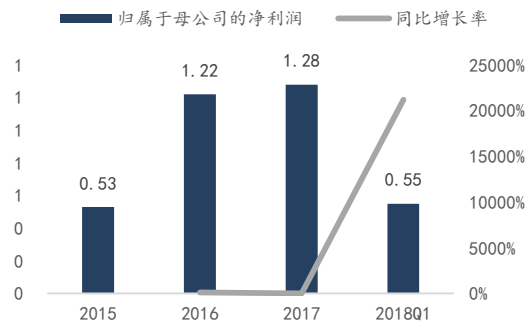
公司转型文化传媒领域后营收与利润双升, 转型顺利推进。公司自 2015 年完全进入文化传媒领域后, 三年内营业收入复合增长率达 45.46%, 营收规模快速提升; 利润保持持续增长, 复合增速 55.43%, 顺利实现主业转型。2018Q1 营收达 2.89 亿元, 同比增长 265%, 归母净利润 0.55 亿元, 同比增长 21197%。营收增长主要由于强视传媒、耐丝业务收入增加, 以及报告期内将汉为体育、指点未来、当代银兴纳入合并报表范围所致。

图 3: 2015-2018Q1 公司主营业务收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

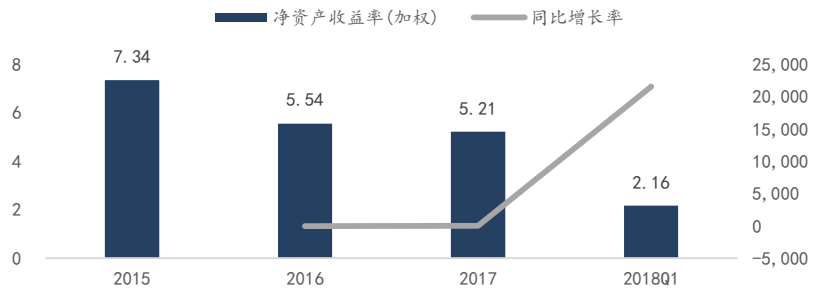
图 4: 2015-2018Q1 公司归母公司净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**净资产收益率迎来拐点, 盈利能力持续提升。**公司加权 ROE 水平在 2016-2017 保持稳定, 分别为 5.54%、5.21%, 实现稳定获利。2018Q1 加权 ROE 为 2.16%, 比率达 2017 全年水平的 41.46%, 一季度盈利能力表现强劲, 主因系体育业务进一步扩大增强公司活力。

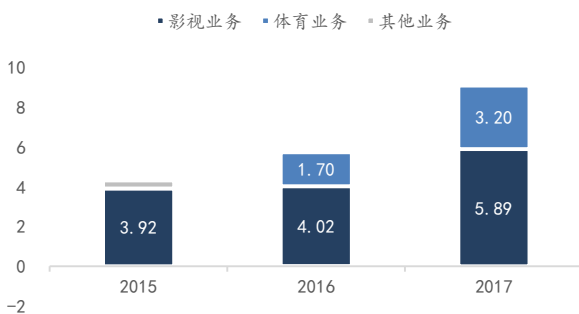
图 5: 2015-2018Q1 公司净资产收益率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

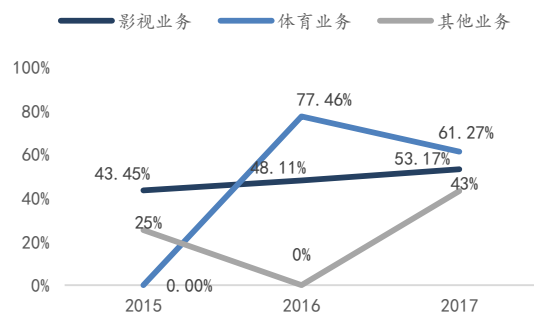
**影视业务收入稳中有升, 体育业务蓬勃发展。**2015-2017 年公司营业收入以影视业务为主, 营收占比超过 60%; 其次为体育业务, 自 2016 年开始布局以来收入增速达 88.24%, 2017 年营收占比达到 35%, 实现高速增长。毛利率方面, 影视业务毛利率自 43.45%持续走高至 53.17%, 验证公司渐强的影视创收能力; 体育业务毛利率高企, 达 60%以上, 预示体育业务赛道潜在盈利空间。在“影视+体育”双轮驱动战略下, 公司不断增加体育业务投入, 未来体育业务营收占比有望继续提升。

图 6: 2015-2017 公司营收结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

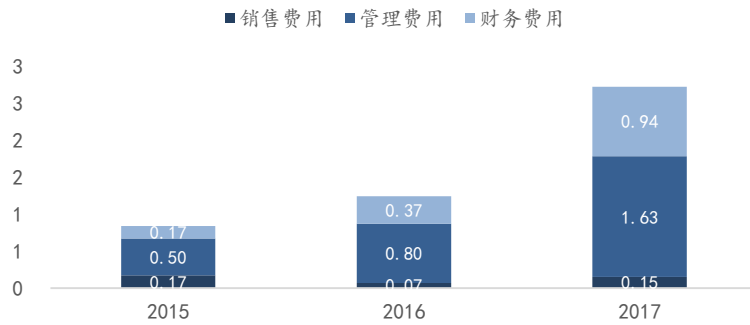
图 7: 2015-2017 公司各业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

并购标的并表引起费用整体增加，公司负债率提高引起财务费用占比增长。2017 年公司销售费用为 0.15 亿元，同比增长 102.03%，占全年费用比重为 5.51%，较 2016 年减少 0.14pct；管理费用为 1.63 亿元，同比增长 102.20%，占全年费用比重为 59.93%，较 2016 年减少 4.59pct；财务费用 0.94 亿元，同比增长 154.13%，占全年费用比重为 34.56%，较 2016 年增加 4.72pct，主因系公司扩大业务新增借款。

图 8：2015-2017 三大期间费用水平（亿元）



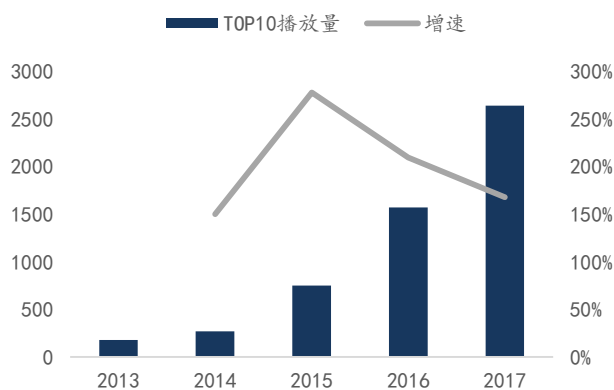
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 影视领域发展加速，精品化战略增强竞争力

### 1. 视频平台外购版权体量验证头部剧需求持续走强，头部内容影视制作公司受益平台端竞争红利

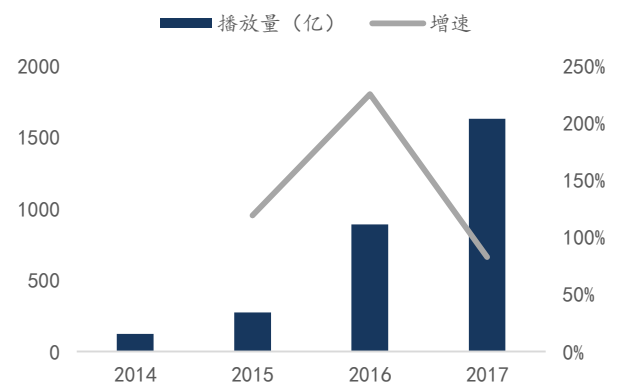
中国影视剧市场规模不断扩大，头部版权剧仍是流量聚集领域。2017 年电视剧市场规模达到 460 亿元，其中网剧市场约 258 亿，传统电视剧市场约 198 亿元，国产电视剧的海外市场规模约为 5 亿元，网剧市场规模不断扩大。同时，优质头部影视剧和精品网络剧的播放量保持高速增长，2017 年电视剧全网整体播放量增速 20%，头部电视剧 TOP10 播放量同比增速高达 168%，网络自制剧同比增速达 82.9%。头部版权剧保持高速增长，依旧是影视剧发展的关键聚焦之处。

图 9：2013-2017 年 TOP10 电视剧播放量（亿）及增速



资料来源：艺思智库，国信证券经济研究所整理

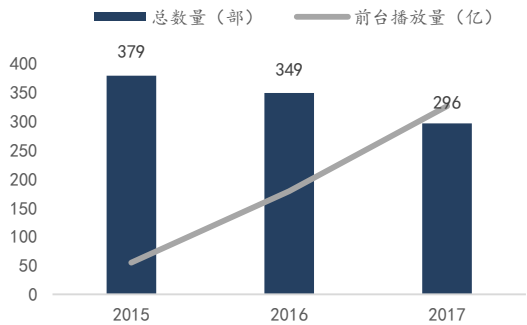
图 10：2014-2017 年网络剧播放量（亿）及增速



资料来源：骨朵传媒，国信证券经济研究所整理

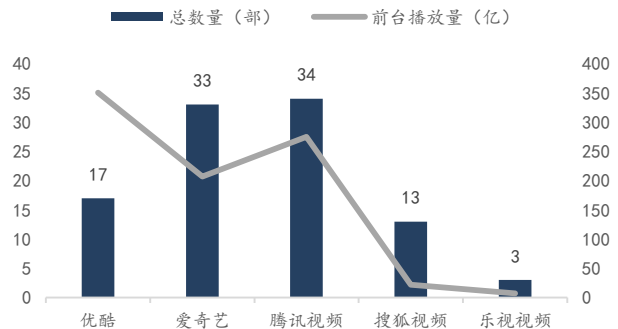
网络剧竞争力呈现精品化发展趋势，网络视频平台内生增长力凸显。2017年网络剧上线数为296部，同比下降15%，而播放量达1631.5亿，同比增长82%；头部网络剧豆瓣评分上升，6.0分以上的网络剧有67部，占比高达23%，其中《白夜追凶》豆瓣评分高达9.0，精品化趋势凸显。同时各视频平台为深化市场地位推出更多自制网络剧，2017年优酷、爱奇艺、腾讯共推出自制剧84部，占比83.2%，前台播放量831.6亿，占比96.6%，头部视频平台逐渐占据网络剧流量入口。

图11: 2015-2017网络剧总数量和前台播放量



资料来源: 骨朵传媒, 国信证券经济研究所整理

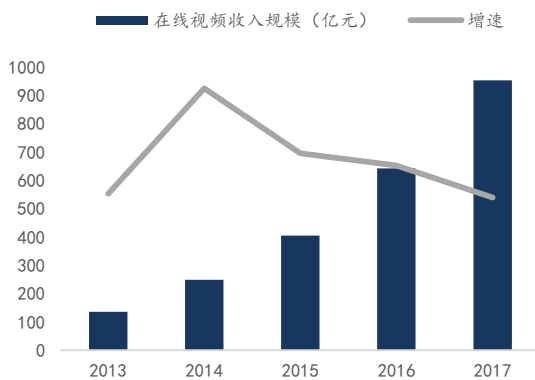
图12: 2017年各视频平台自制网络剧数量和前台播放量



资料来源: 骨朵传媒, 国信证券经济研究所整理

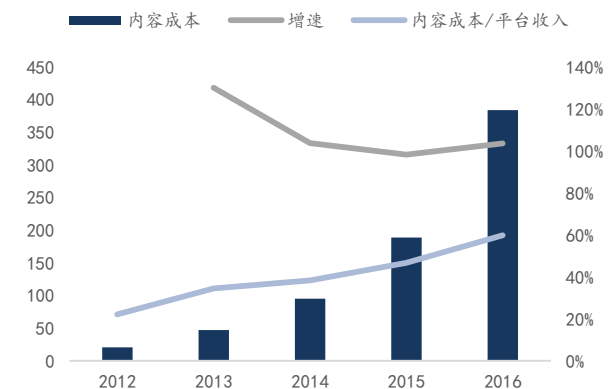
视频付费模式崛起，视频网站内容投入增加。2017年，视频网站总体收入规模达到952.3亿，始终保持快速增长，付费模式快速崛起，2017年规模突破100亿。头部视频网站付费用户数快速增长，爱奇艺、腾讯、优酷付费用户较2016年分别同比增长76%、403%、113%，视频网站资本实力得以提升。在此基础上，各大视频网站巨头持续扩大内容端投入，抢占优秀资源，视频渠道网站的头部化效应也日趋明显。视频网站整体内容投入成本占营收比重从2012年的22%上升至2016年的60%。

图13: 视频网站收入规模保持高速增长



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

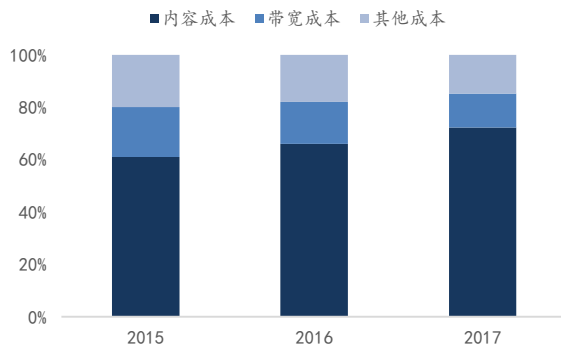
图14: 视频网站内容成本/收入占比逐年提升



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

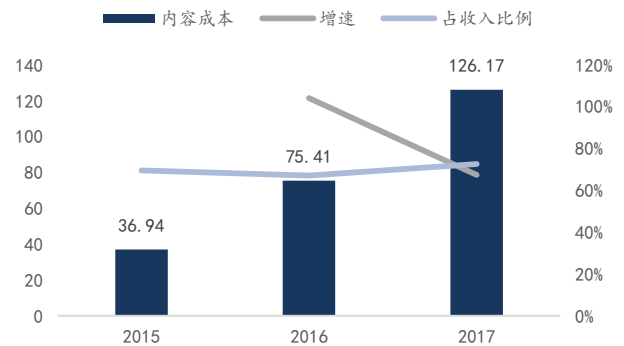
以爱奇艺为例，头部视频网站平台内容成本投入占比较高，并保持稳定增长。据招股说明书表示，爱奇艺2017年内容成本约占收入70%，增速67%。2016-17年爱奇艺内容成本分别为75.4亿和126.2亿元，分别同比增长104%和67%；2015-17年爱奇艺内容成本在收入比重分别为70%、67%和73%。在公司三项成本中，爱奇艺内容成本比重也持续提升，从中可发现爱奇艺旨在通过提升技术缩减控制带宽成本，同时内容成本投入持续增强。

图15: 2015-17年爱奇艺内容成本比重逐年攀升



资料来源: 爱奇艺招股书, 国信证券经济研究所整理

图16: 2015-17年爱奇艺内容成本变化



资料来源: 爱奇艺招股书, 国信证券经济研究所整理

当前内容成本组成上, 爱奇艺以外购版权内容投入为主。2015-17年爱奇艺外购版权分别是自制内容成本的10倍、7倍和10倍, 近三年外购版权/自制版权倍数均值为9倍。截至2017年底, 爱奇艺外购内容版权账面价值达161.7亿元, 较2016年底增加77.2亿元; 自制内容账面价值23.4亿元, 较2016年底增加13.5亿元。内容成本转化主要是摊销和减值两方面, 其中2017年外购版权累计摊销107.9亿元, 账面净值剩余53.8亿; 自制内容累计摊销7.7亿元, 账面净值剩余15.6亿。此外, 从内容资产摊销金额与公司内容成本金额对比可以看到, 除去外购版权和自制版权摊销和减值转化成为内容成本外, 爱奇艺还有约30%左右其他内容成本(包括UGC内容生产者分成、直播相关成本等), 外购版权内容投入占内容总成本比例约为63%。

表6: 爱奇艺2015-2017年内容资产减值及摊销明细 (亿元)

		2015	2016	2017
外购版权	摊销成本	22.9	40.4	74.9
	减值成本	0.0	2.1	3.9
	合计	22.9	42.5	78.8
自制版权	摊销成本	2.3	5.7	7.7
	减值成本	0.0	0.0	0.4
	合计	2.3	5.7	8.1
外购版权/自制版权倍数		9.9	7.4	9.7

资料来源: 爱奇艺招股书, 国信证券经济研究所整理

## 2. 头部内容影视制作公司受益平台端竞争红利

公司在影视方面大力布局, 旨在打造以影视剧制作为核心, 多产业链协同的板块布局, 旗下包括强视传媒、华娱时代、尚诚文化、指点未来等子公司, 其中强视传媒为影视板块核心, 深耕影视剧制作和发行; 华娱时代、得福德多尚诚文化等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。

强视传媒以其优秀的影视制作能力植根精品影视制作领域。作为一家集影视节目制作、广告发行、演员经纪等为一体的影视传媒机构, 强视传媒已经获得广播电视节目制作经营许可证(2017年4月起有效期限两年)、一级国家新闻出版广电总局签发的电视剧制作甲级许可证(2017年4月起有效期限两年), 曾

荣获国家文化出口重点企业和广电总局专评定机构“TV 制胜”最具实力民营电视剧制作机构。自成立二十余年来累计推出 1500 多集影视节目，不乏经典作品《小李飞刀》、《金粉世家》、《楚留香传奇》、《爱人同志》等，其中 2017 年作品《爱人同志》作为十九大献礼片平均收视率 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，入选广电总局 2017 中国电视剧 23 部选集之一。电影制作方面公司曾出品《倩女幽魂》、《搞定岳父大人》、《别有动机》、《给 19 岁的我自己》等电影，同时也在向广告、演员经纪、新媒体网络等方面进行延伸，面向更广泛的受众发展。

**表 7: 强视传媒经典作品**

序号	发行时间	项目名称
1	2014 年	十二金钱镖、最后一战、花红花火、绝命追踪
2	2013 年	天网·行踪、向幸福奔跑、嫁给爱情
3	2012 年	雅典娜女神、情仇姐妹、第九个寡妇、聊斋之仙狐、一门三司令、香水佳人
4	2011 年	爱了别再说痛、秘杀名单
5	2010 年	喋血边城、白狼
6	2009 年	虎胆雄心
7	2008 年	敌营十八年
8	2007 年	楚留香传奇
9	2006 年	金色年华
10	2005 年	大旗英雄传
11	2004 年	龙票、亲亲宝贝
12	2002 年	金粉世家
13	2001 年	桃花扇传奇、飞刀问情

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**深挖 IP 背后价值，提高影视创作实力。**公司的 IP 资源储备丰富，涵盖经典文学作品、网络文学作品、海外影视作品等，其中电视剧 IP 资源包括《猎毒人》、《大清相国》、《庆余年》、《人生》、《檀香刑》、《秋菊打官司》、《金粉世家》、《爱我就别想太多》、《狄仁杰之浮世传奇》、《耶路撒冷》、《英雄连》、《被告人》、《刚好遇见你》、《被告人》、《浪漫医生金师傅》等，电影 IP 资源包括《阿修罗》、《给十九岁的自己》、《数学怪》、《gringo》，网络剧 IP 资源包括《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》、《七十二层奇楼》、《计时七点》等。在已有丰富资源的基础上，公司以经典新作、传统剧与网络剧并行等多种形式深入开发 IP 价值，同时在传统媒体和新媒体日益融合趋势下，不仅与传统媒体保持密切合作，包括中央电视台、各卫视台等，更加强与优酷、爱奇艺、腾讯等头部网络视频平台的沟通合作，将 IP 资源开发逐步提上日程，打通传统影视剧与网络剧平台，扩大影视影响力。

**表 8: 2017 年公司推进的影视项目**

序号	项目类型	项目名称	完成时间	完成进度
1	电视剧	玄武	2017 年 5 月	已取得发行许可证，发行中
2		海上嫁女记	2018 年上半年	后期制作中
3		开封府传奇	2017 年	已取得发行许可证，发行中
4		警花与警犬之再上征途	2017 年 6 月	已取得发行许可证，发行中
5		失忆之城	2018 年上半年	后期制作发行中
6		新龙门客栈	2017 年 12 月	发行中

7		小重逢	2017年12月	发行中
8		爱我就别想太多	2017年12月	发行中
9		西游记之女儿国	2018年上半年	后期制作中
10		金粉世家之梦、金粉世家之飘	2019年	筹备中, 预计2018年7月开机
11		人生	2019年	已购买小说版权, 剧本创作中
12		秋菊打官司	2019年	已签联合摄制合同, 已签约编剧, 剧本创作中
13		狄仁杰之秋官科院	2018年	拍摄中
14		猎毒人	2018年上半年	后期制作中
15		我们的四十年	2018年上半年	后期制作中
16		阿修罗	2018年上半年	后期制作中, 预计2018年暑期上映
17	电影	给十九岁的自己	2018年上半年	后期制作中
18		数学怪	2018年上半年	后期制作中

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**表 9: 2018 年公司影视剧拍摄计划**

序号	项目名称	开机时间	完成时间	完成进度
1	庆余年	2018年1月	2018年底	已于2018年1月开机, 拍摄中
2	岁月有迹有春天	2018年3月	2018年底	已于2018年2月28日开机, 拍摄中
3	金粉世家之梦、金粉世家之飘	2018年7月	2019年	已备案公示, 主要演员已签约, 剧本修改和前期筹备中
4	墨攻	2018年9月	2019年	已签约编剧、导演、联合摄制合同, 前期筹备中
5	秋菊打官司	2018年下半年	2019年	已备案公示, 剧本完成, 主创洽谈中
6	大清相国	2018年下半年	2019年	已备案公示, 已签约编剧、导演, 已签订联合投资摄制合同, 剧本修改中
7	人生	2018年下半年	2019年	剧本创作中

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

同时, 公司还通过与知名影视制作发行公司及从业人员合作增强影视创作团队实力。目前公司已经与山东影视集团、华数传媒、捷成世纪、新丽传媒等影视制作公司, 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等建立密切联系, 并与资深从业人员如编剧赵冬苓、宋晋川、钱雁秋、唐栋、蒲逊、聂欣, 制片人张谦、井冈、彭娜, 导演郑晓龙、高林豹、毛卫宁、张博昱、朱少杰、梁欣权, 演员靳东、蒋欣、秋瓷炫、王雷、何润东、张俪、戚薇、于和伟等合作拍摄影视作品, 兼顾作品质量和关注度, 深入夯实精品化战略。

**推动传媒业务拓展, 扩大影院院线管理。**2016年10月公司与武汉晟道创业投资基金管理有限公司、数字智慧影院(北京)有限公司共同出资成立武汉当代指点未来影院管理有限公司。同年10月, 公司完成对北京K酷国际影城的收购。在此基础上, 2017年, 公司与湖北长江电影集团有限责任公司共同成立武汉当代银兴影业投资管理有限责任公司, 并依次收购深圳4KMAX国际影城、上海CMC影城, 基本完成一线城市的影院管理布局。

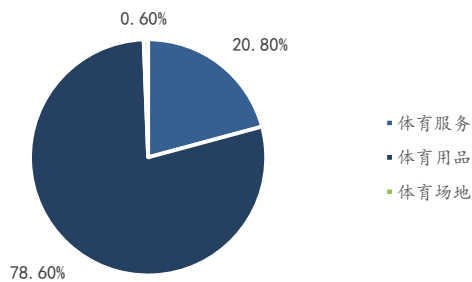
## 体育行业发展环境优化，全产业链布局争夺头部地位

### 1. 体育行业进入发展加速期，可开发空间广阔

政策利好打开体育市场，体育服务业发展潜力巨大。我国体育行业起步较晚，最早是在 2008 年北京奥运会前后，体育行业才正式步入大众视线，迎来黄金发展。2014 年国务院 46 号文件发布，自此我国对于体育行业的规定相对放松，同时规划更加清晰，截至 2016 年，国家对体育行业的财政支出额高达 389.48 亿元。至今，我国已经出台 20 余份文件支持竞技体育、大众体育等体育行业全方位发展，在提供政府补助、放宽监管的同时，鼓励民间资本进入体育行业，旨在充分激发体育产业市场活力，推动体育产业发展。

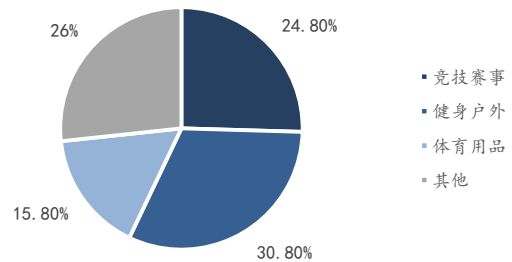
据艾瑞统计数据，2015 年中国体育产业总规模 1.7 万亿元，增加值达 5494 亿元，占 GDP 比重 0.8%，2017-2018 年有望提前完成十三五规划中体育产业增加值占比超过 1% 的目标。然而，相对美国、欧洲等体育产业发展完善的国家和地区，我国体育产业结构表现出明显的不均衡，我国仍表现出体育用品为主，体育服务业占比偏低的情况。随着政策支持力度增加，市场需求扩大，体育服务行业具有较广阔的可开发空间。

图 17: 2015 年我国体育产业构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 18: 2015 年美国体育产业构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 19: 2017 年中国体育行业产业图谱

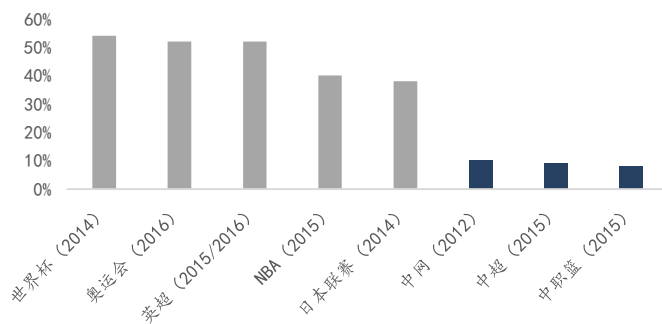


资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理



受制于体制和监管因素，我国体育营销尚处发展初期。体育营销即以体育资源为载体进行产品推广和传播而从中获利。当前在北美、欧洲等地区，体育营销已经形成了涵盖体育赞助、体育商业的完整产业体系，作为连接体育 IP 资源和商业品牌的中间环节，在上下游资源连接下具有可观的附加值和盈利能力。由于中国体育营销市场起步较晚，且长期以来的监管导致市场化程度不足，产业规模较全球规模偏低。根据易观智库数据，我国体育营销占总广告市场的比重仅为 3.1%，远低于北美 8.6% 及亚太地区 7.3% 水平。市场化不足加上长期以来我国对体育文化认识较浅，导致我国本土的体育赛事相对国际知名赛事的价格明显偏低，变现能力较弱，占同年度体育赛事收入比重仅不到 10%，我国职业赛事的商业价值有待发掘。由此可见，我国体育营销尚处于发展初期，随着人民体育意识增强，体育行业市场化进一步完善，体育营销将迎来巨大发展空间。

图 20：国内外知名赛事收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

体育版权作为竞技体育核心，是营销的重点变现渠道。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 21：体育版权变现模式

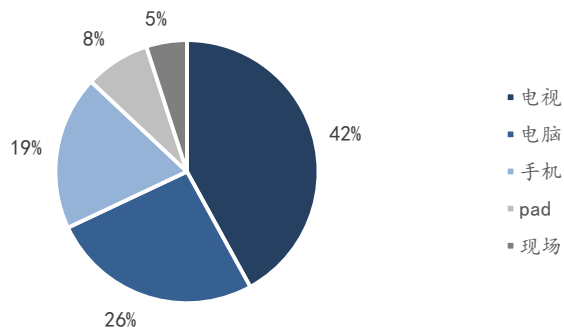


资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

体育赛事转播权市场趋于完全竞争，转播途径呈现多元化特征。当前在国际市场上的体育赛事转播权竞争十分激烈，对世界杯、奥运会、英超、NBA 等顶级赛事更是处于白热化水平。美国有 ESPN、FOX、TNT、NBC 等多个主流转播商激烈竞争，英国主要是 SKY 电视台和英国电信，日本则有 NHK、日本天空、朝日、TBS、东京、富士、独立 UHF 等 7 家民营电视台参与竞争。版权分销价格也随之增长，其中英超版权价格从 2015/16 到 2016/17 一个周期内即上涨了 50%。

随着移动设备的发展和网络直播水平的提升，视频转播的途径更加多样化，更多观众开始选择网络媒体。据艾瑞统计，2016 年选择电视端观看比赛的比例占 42%，而选择移动网络端占比超过 50%（包括电脑、手机、pad），用户倾向于选择更加便捷的方式观看。

图 22: 2016 年观众选择转播途径分布



资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

我国从 2014 年发布 64 号文开始放宽对体育转播权管制，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。但是受此影响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，优质赛事版权分销价格迅速提升国内转播权市场发展趋势逐渐靠近国际赛事。以中超为例，2013 年中超公司版权收入仅为 5000 万元，到 2016 年，中超公司定价即增长到 5 年 80 亿元、首年 10 亿元的水平，取得飞跃式提升。

表 10: 国内体育版权签约情况

赛事名称	购买方	期限	每年均价	版权类型
中超	体奥动力	5 年（2016/2017-2020/2021 赛季）	16 亿元	全媒体
中国之队	体奥动力	4 年（2015/2016-2018/2019 赛季）	5000-8000 万元	全媒体
CBA	搜狐、PPTV、乐视体育	3 年（2014/2015-2016/2017 赛季）	2000 万元	新媒体
英超	新英体育	6 年（2013/2014-2018/2019 赛季）	1.67 亿元	全媒体
	PPTV	3 年（2019/2020-2021/2022 赛季）	16.56 亿元	全媒体
西甲	PPTV	3 年（2015/2016-2019/2020 赛季）	3.5 亿元	全媒体
意甲	乐视体育	3 年（2015/2016-2017/2018 赛季） （已中断合作）	未披露	新媒体
德甲	体奥动力	3 年（2015/2016-2017/2018 赛季）	未披露	新媒体
	PPTV	5 年（2018/2019-2022/2023 赛季）	5000 万美元	全媒体
法甲	乐视体育	未披露	未披露	新媒体
欧冠	乐视体育、PPTV、新浪、腾讯	3 年（2015/2016-2017/2018 赛季）	2000 万元以上	部分场次

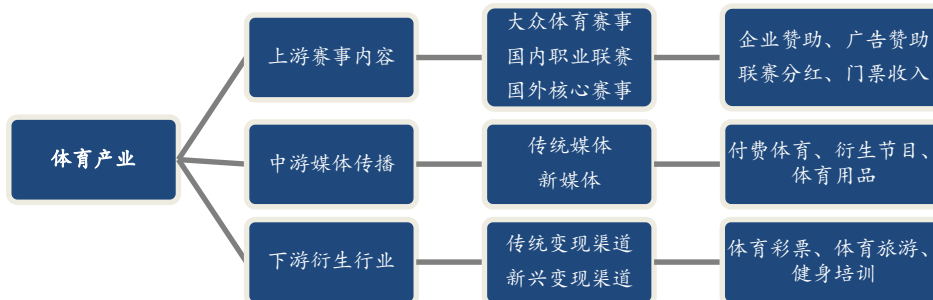
	双刃剑	5年（2018/2019-2020/2021 赛季）	1.33 亿美元	全媒体
亚冠	PPTV	3年（2017/2018-2019/2020 赛季）	1 亿美元	全媒体
NBA	腾讯	5年（2015/2016-2019/2020 赛季）	1 亿美元	新媒体
NFL	阿里体育	未披露	未披露	全媒体
MLB	乐视体育	3年（2016/2017-2018/2019 赛季）	未披露	全媒体
NHL	腾讯体育	5年（2016/2017-2020/2021 赛季）	未披露	新媒体

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

## 2. 上下游资源整合，完善体育产业链布局

在体育业务方面，当代明诚已经覆盖体育营销、体育竞技、场馆运营、俱乐部业务等领域，旨在打造上中下游一体化布局。上游领域，公司已经与国内外体育领域知名从业组织机构、运动员、企业等建立合作关系，其中国际性体育组织如世界足联（FIFA）、奥组委、欧洲足球协会联盟（UEFA）；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；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；品牌企业如中石化、捷信金融、雅迪等。同时公司基于全民健身热潮，掌握了一定的基础群众运动场馆和赛事资源。公司旨在充分发挥上下游资源优势，在已有核心业务的基础上，进一步扩张体育业务版图，打造资源利用效率最大化，利益来源多元化的业务形态，率先占据体育产业领先地位。

图 23：公司体育产业布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**通过双刃剑引入国际一流资源，促进体育营销升级。**双刃剑成立于 2004 年，是国内第一批进入体育营销领域的企业之一，公司以体育营销平台为核心，覆盖体育经纪、体育版权、体育科技、体育大数据多元化渠道。公司旨在通过连接上游资源和下游客户，借自身体育营销平台管理经验和优势，提供营销方案设计和赛事活动效果评估服务，大力发展体育产业 B2B 和 B2C 业务。

图 24: 双刃剑战略布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

在体育产业上游, 双刃剑与众多顶级赛事资源方和体育从业团体建立深度合作。其中赛事资源包括: ATP、WTA、澳网、中网、阿布扎比网球公开赛、法国超级杯、意大利超级杯、上海大师赛等。2017年7月, 双刃剑体育正式成为 FIFA 指定 2018 年俄罗斯世界杯亚洲区独家销售代理, 开创中国体育营销公司的先河, 迈出国际化发展的重要一步。同时在体育赛事资源的连带作用下, 公司还与拜仁慕尼黑、阿森纳、国际米兰等一线足球俱乐部, 罗布雷多、拉奥尼奇、安德雷斯等国际足球巨星, 以及 NBA 球队和球星等一流体育从业机构和人员建立合作。2018年3月, 双刃剑与巴黎圣日耳曼足球俱乐部及其销售代表公司 PSG 达成独家经济合作, 进一步巩固其国际体育营销地位, 公司逐渐获得认可与信任, 步入资源变现阶段。

在体育产业下游, 随着公司服务从资源中间商向综合服务商的转型升级, 客户端也随之变化, 目前公司已在体育用品、通信、新媒体、食品饮料等领域获得众多客户合作。当前公司的下游合作客户主要包括鸿星尔克、361°、乔丹体育、网易彩票、海康威视、VIVO、能量王、蓝剑饮品、捷信金融、中石化等, 双方形成战略合作, 在体育商业赞助权益开发基础上, 提供一体化营销落地执行服务, 例如公司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。

表 11: 2017 年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	双刃剑作为国际足联亚洲区域独家市场销售代理, 在 2018 年 5 月 31 日前为国际足联提供潜在的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	香港双刃剑将全面负责格拉纳达足球俱乐部在中国地区(包括香港、澳门、台湾)的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	运作巴塞罗那足球俱乐部球星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	进行中

		转站	
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 足球明星植入推广	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，转会中介服务等	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数据分析、引员分析	已完成
13	NBA 场边广告	提供 NBA 场边广告版服务	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	已完成
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	进行中
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，国信证券经济研究所整理

**把握奥运营销核心业务，深耕资源盈利能力。**由于奥运会广泛的全球影响力和丰富的赞助需求，奥运营销给双刃剑带来可观收入。目前公司已经获得 10 余家奥委会的中国代理权，包括土库曼斯坦奥组委、伊朗奥组委、希腊奥组委、里约奥组委、南非奥组委等。以此为切入点深耕奥运资源价值，帮助推动国内企业奥运赛事赞助模式的核心化转变。2016 年，公司成功帮助国内体育用品企业 361° 成为里约夏季奥运会及残奥会官方合作伙伴，真正实现从外围赞助到核心赞助的里程碑式跨越，同时也极大提升了当地奥组委赞助金额规模和毛利率，获取更多商业价值。随着中国在国际体育领域地位逐渐提升，加上中国将于 2022 年举办世界冬季奥运会，双刃剑在本国主场优势下的体育营销将更加顺利，合同规模和毛利率有望进一步提升。

**表 12: 双刃剑奥运合同金额及毛利率**

合同名称	签订时间	合同金额 (亿美元)	毛利率
2014 年伊朗奥委会赞助	2013 年	8	50%
2013-2014 土库曼斯坦奥委会赞助	2013 年	22	48%
2014-2016 希腊奥委会赞助	2014 年	75	65%
2011-2016 南非奥委会赞助	2011 年	84	64%
2016 里约奥委会赞助	2014 年	900	82%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**以耐斯体育旗下 MBS 为主体开展体育经纪业务。**MBS (Media Base Sports) 是欧洲顶级体育经纪公司，与欧洲各级足协、俱乐部、球星、品牌商均建立稳定的合作，主要业务包括运动员咨询管理、商业代言、商业组织赛事等，拥有

丰富的运动员资源，近年来保持增长趋势。目前，MBS 拥有职业球员 19 名、半职业球员 24 名、青年球员 62 名，并代理教练等其他人员 5 名，总人数较 2016 年同比增长约 39%。根据技术水平差异划分形成金字塔形球员储备结构，加之公司具有丰富的球员培训和规划经验，丰富的青年球员、半职业球员的储备有效保障可持续发展。同时，MBS 保持与巴萨、皇马等球队的深入合作，积极引入专业化培训、发展平台、商业资源等，为球员发展升值打下良好基础。

**汉为体育以场馆运营为核心，打造城市体育综合运营。**2016 年 6 月，当代名臣关于汉为体育签署相关增资协议，持有汉为体育 51% 股份。汉为体育主要经营中小型体育设施的投资运营，辅以赛事运营和青少年体育培训服务，同时引入餐饮、体育装备销售等增值业务，形成场馆、赛事、培训、增值服务四位一体的经营结构。2017 年，公司共运营 7 个体育场馆，总面积约 10 万平方米，在武汉地区广泛布局场馆资源。同时汉为体育还拥有 HANWAVE 电音节、武汉市篮球城市超级联赛、武汉市足球城市超级联赛、武汉马拉松预赛等核心赛事资源，开展足球、篮球、羽毛球、击剑等青少年培训业务，并筹备高尔夫、马术等高端培训业务。汉为体育的业务布局有利于公司顺应体育市场发展趋势，均衡竞技体育和大众体育发展。

### 3. 并购新英体育，深化版权市场开发

2017 年 7 月，公司拟以全资子公司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，本次交易的交易价格为 5 亿美元。此次交易通过两部分实现，一部分是明诚香港向交易对方支出股份购买，对价为 4.351 亿美元，收购新英开曼 100% 股权；另一部分，明诚香港以 6850 万美元认购新英开曼新发行股份。

**表 13: 公司本次拟增发对象**

序号	认购人	认购人身份	认购金额 (亿元)	认购比例
1	当代集团	-	75000	37.5%
2	李建光	IDG 资本风险合伙人	55000	27.5%
3	喻凌霄	新英体育总裁	45000	22.5%
4	李红欣	-	20000	10.0%
5	蒋立章	双刃剑体育董事长	5000	2.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**新英体育是我国领先的体育版权运营商，重点业务为体育赛事版权和其他商业权利的整合运营。**新英体育由 IDG 资本与新雅迪传媒共同投资组建，整合电视、数字新媒体和移动等各种传播方式的特点与优势，形成全媒体覆盖形式，使观众以全新体验享受顶级赛事。当前，新英体育主要业务包括版权分销、产品订阅和广告赞助，其中版权分销是核心业务，具体分为互联网版权分销、传统版权分销、IPTV 业务、互联网电视业务四种模式；产品订阅业务分为有线电视业务和视频网站订阅业务两类，结合新英体育的付费模式提供直播和转播服务。

图 25: 新英体育产品界面



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表 14: 新英体育主要业务类型及内容

序号	业务类型	产品服务	主要内容
1	版权分销 (核心业务)	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	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权益。
2	产品订阅	在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合作, 将英超直播节目加入“新视觉”频道, 由全国 20 余个地方有线网络购买, 从而收取地方有线网络支付的节目收视费
3	广告赞助	电视广告、互联网广告、移动终端媒体广告	“以节目换广告”模式: 新英体育联合上海五星体育频道, 自制赛事直播节目(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, 国信证券经济研究所整理

**新英体育推动体育付费模式转变, 已成长为国内体育版权头部企业。**新英体育于 2017 年 6 月通过推出新会员体系, 按照“免费+付费+增值服务”的差异化模式运行。新模式上线短短 20 天内, 会员购买力出现显著提升, 付费会员数迅速超过去年休赛期 3 个月综合。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%, 去掉单场外的付费会员数为 109 万。新英体育依托其丰富的赛事资源、用户服务和管理经验, 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。

表 15: 新英体育会员权益

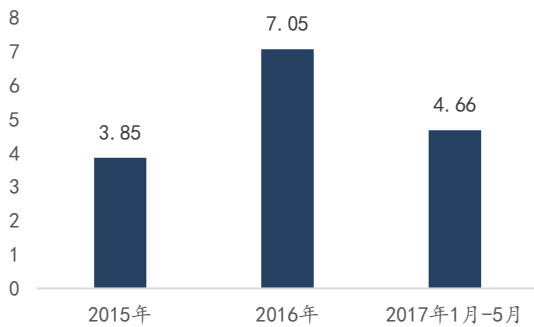
权益类型	权益项目	会员	非会员
内容特权	全赛季球票折扣	✓	×
	单场免费球票	✓	×
	专属观赛场次	✓	×
功能特权	多路解说	国粤英	国语(单场)
	1080P	✓	超清(单场)

	广告勿扰	✓	×
专属福利	实体球票代购	✓	×
	英伦朝圣之旅	✓	×
	球星见面会	✓	×
	特价周边产品	✓	×
	酒吧影院看球	免费或折扣优惠	全付费

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

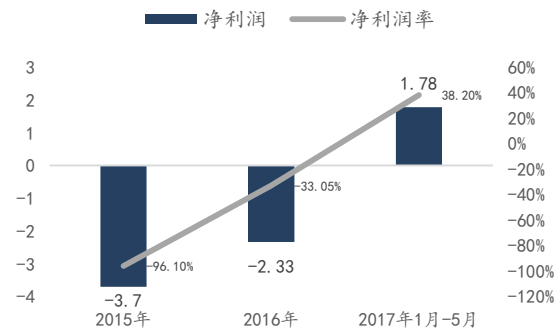
**新英体育营收稳定增长，长期盈利能力可观。**根据公司公告，2015-2017年新英体育的营业收入和净利润均呈现逐年增长，其中2017年1-5月新英体育营收为4.66亿元，净利润为1.78亿元人民币，近三年来实现利润反转，实现扭亏为盈，净利润率显著增长，2017年1-5月净利润率达到38.2%，预计2018年净利润将步入稳定增长。新英体育持续盈利能力较强，有利于增厚公司利润。

图 26：新英体育近两年一期营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

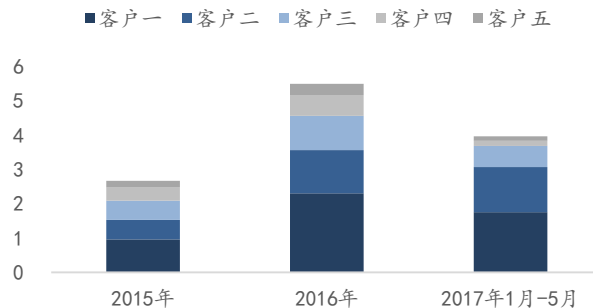
图 27：新英体育近两年一期净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**从收入结构看，英超联赛的版权分销收入是新英体育的主要收入来源。**2015年、2016年、2017年1-5月分别占当年营业收入比例69.26%、77.86%、84.89%。随着近年来转播价格的不断上涨，版权分销在总收入中的占比有望继续提升。英超版权分销主要分布在五大客户，主要以新媒体方式分销为主。随着近年来新媒体的迅猛发展，新英体育的版权分销收入也随之呈现加速增长趋势。

图 28：2015-2017 英超版权分销前五大客户收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**与苏宁体育达成合作，扩大版权布局。**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”)。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,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,此次合作后当代明诚资源涵盖国内两大版权分销商,在新英体育基础上实现优势互补,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,掌握资源优势的基础上进一步优化版权平台建设。

**表 16: 公司主要欧洲赛事版权资源**

序号	版权所有方	赛事名称	版权周期	版权类型
1	新英体育	欧足联国家队系列赛事	2018-2022	新媒体
2	新英体育	英格兰足球超级联赛	2017-2019	全媒体
3	苏宁体育	英格兰足球超级联赛	2019-2022	全媒体
4	苏宁体育	西班牙足球甲级联赛	2015-2020	全媒体
5	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,国信证券经济研究所整理

## 盈利预测与投资评级

收购强视传媒成功转型,后收购双刃剑体育丰富大文化产业布局,转型三年以来“影视+体育”双轮驱动战略收效显著。随着后续体育业务持续投入,公司市场地位将持续优化。我们预测公司2018-20年备考EPS分别为0.69/0.94/1.20元,对应PE分别为26/19/15倍,给予“增持”评级。

## 风险提示

政策风险、并购进展不及预期风险、商誉减值风险、版权运营风险等。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	560	2706	5501	6305	营业收入	912	2058	2537	3139
应收款项	1102	451	535	636	营业成本	401	914	1187	1505
存货净额	1247	0	0	0	营业税金及附加	4	11	13	21
其他流动资产	360	812	1001	1239	销售费用	15	31	38	96
<b>流动资产合计</b>	<b>3269</b>	<b>3969</b>	<b>7038</b>	<b>8181</b>	管理费用	163	340	419	518
固定资产	29	27	30	29	财务费用	94	162	71	(10)
无形资产及其他	2	2	2	2	投资收益	12	12	12	12
投资性房地产	1826	1826	1826	1826	资产减值及公允价值变动	(70)	(46)	(58)	(52)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	16	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5126</b>	<b>5824</b>	<b>8895</b>	<b>10037</b>	营业利润	192	567	763	969
短期借款及交易性金融负债	842	411	514	589	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	142	323	421	537	<b>利润总额</b>	<b>190</b>	<b>565</b>	<b>762</b>	<b>968</b>
其他流动负债	192	427	545	705	所得税费用	42	104	130	163
<b>流动负债合计</b>	<b>1176</b>	<b>1161</b>	<b>1480</b>	<b>1831</b>	少数股东损益	21	61	82	104
长期借款及应付债券	597	597	2597	2597	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>128</b>	<b>400</b>	<b>550</b>	<b>701</b>
其他长期负债	608	1214	1820	2427					
<b>长期负债合计</b>	<b>1204</b>	<b>1811</b>	<b>4417</b>	<b>5023</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2380</b>	<b>2972</b>	<b>5898</b>	<b>6855</b>	净利润	128	400	550	701
少数股东权益	222	236	255	279	资产减值准备	51	(1)	(22)	(15)
股东权益	2524	2616	2742	2903	折旧摊销	4	11	14	17
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5126</b>	<b>5824</b>	<b>8895</b>	<b>10037</b>	公允价值变动损失	70	46	58	52
					财务费用	94	162	71	(10)
					营运资本变动	(523)	2466	528	529
					其它	(46)	15	40	39
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(316)</b>	<b>2937</b>	<b>1169</b>	<b>1323</b>
					资本开支	(4)	(53)	(53)	(53)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(4)</b>	<b>(53)</b>	<b>(53)</b>	<b>(53)</b>
					权益性融资	66	0	0	0
					负债净变化	0	0	1000	0
					支付股利、利息	(99)	(308)	(424)	(540)
					其它融资现金流	685	(430)	103	75
					<b>融资活动现金流</b>	<b>554</b>	<b>(739)</b>	<b>1679</b>	<b>(465)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>234</b>	<b>2145</b>	<b>2795</b>	<b>805</b>
					货币资金的期初余额	326	560	2706	5501
					货币资金的期末余额	560	2706	5501	6305
					企业自由现金流	(267)	3046	1220	1324
					权益自由现金流	419	2484	2264	1407

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.26	0.69	0.94	1.20
每股红利	0.20	0.53	0.72	0.92
每股净资产	5.18	4.48	4.69	4.97
ROIC	7%	21%	54%	101%
ROE	5%	15%	20%	24%
毛利率	56%	56%	53%	52%
EBIT Margin	36%	37%	35%	32%
EBITDA Margin	36%	38%	35%	32%
收入增长	60%	126%	23%	24%
净利润增长率	5%	212%	37%	27%
资产负债率	51%	55%	69%	71%
息率	1.1%	3.5%	4.9%	6.2%
P/E	68.1	26.2	19.0	14.9
P/B	3.5	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	33.4	17.4	18.3	17.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032