证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

体育教育

当代明诚（600136）

重大事件快评

增持

（维持评级）

2018 年 08 月 07 日

拟收购标的与爱奇艺成立合资公司，C 端业务转型迈出坚实一步

证券分析师： 张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
联系人： 董博雄 010-88005318 dongboxiong@guosen.com.cn

事项：

1、当代明诚即将完成交割的全资子公司新英体育与爱奇艺成立合资公司“新爱体育”，和谐安朗、知行并进、汇盈博润将向新爱体育增资 5 亿元，认购新爱体育新增注册资本 2000 万元，董事席位由新英体育、爱奇艺、和谐安朗分获 3/2/1 席，董事长由新英体育指定。股权比例见下表。

2、新英传媒与爱艺奇共同承诺：

（1）新英传媒原平台与爱奇艺体育频道统一更名为“爱奇艺体育”，由新爱体育统一运营，新体育平台使用统一的体育会员体系，且双方不再单独开辟独立频道或独立 APP，不与新爱体育之外的主体合作发展体育赛事直播、点播等业务；

（2）双方将现拥有的相关赛事版权授权给新爱体育使用；

（3）新英传媒将终止运营互联网体育视频播出平台，原有互联网体育视频播出平台的相关有形和无形资产（包括但不限于服务器、租赁带宽、租赁机房、软件系统等）转让予新爱体育所有；

（4）北京新英世播传媒技术有限公司（以下简称“新英世播”）将自新爱体育成立之日起一个月内注入新爱体育，并成为新爱体育 100%控股子公司；

（5）爱奇艺将在流量、广告等方面为新爱体育提供支持，另外爱奇艺 PC 网页、H5 网页及其他可能出现的网页端“体育”频道以及部分移动 APP 端的“体育”频道也均由新爱体育负责开发及运营。

心爱体育股权持股方	持股比例	持股方相关股东
新英传媒	35.42%	
爱奇艺	31.88%	
和谐安朗	10.00%	IDG
知行并进	3.33%	IDG
新英汇智	12.50%	员工持股平台
喻凌霄	3.54%	新英体育总裁
汇盈博润	3.33%	当代集团
合计	100.00%	

评论:

合资公司 30 亿估值增资 5 亿元，新英体育处合资公司主导地位

新爱体育以 30 亿估值增资 5 亿，主要用于版权及带宽支出。本次增资完成后，新爱体育第一大股东为当代明诚相关主体，合计持股比例 38.75%（新英 35.42%+汇盈博润 3.33%）；此外，爱奇艺持股比例 31.88%，IDG 相关主体合计持股比例 13.33%（和谐安朗 10%+知行并进 3.33%），员工持股平台 16.04%（新英汇智 12.50%+喻凌霄 3.54%）。新英体育在新爱体育董事会中席位过半，且拥有指定董事长权力，相当于爱奇艺体育板块交由新英体育进行开发运营，主导地位可见。

新英体育版权优势与爱奇艺用户流量优势强强联合

双方版权内容实现打通，新爱体育将同时拥有【2018-2019 英超】、【2018-2022 西甲】、【2018/2020 欧洲杯】、【2018/2020 欧洲国家联赛】、【2021-2028 AFC 相关赛事】、【ATP】、【澳网】等头部体育版权，加之爱奇艺 MAU 5 亿、付费用户 6710 万、ARPPU 逾百元的高用户基数，双方将实现“顶级体育内容+顶级流量”协同效应。

体育赛事会员付费价值及广告价值较高，合资公司有望享受体育细分市场成长红利

1）从体育行业整体市场来看，假设体育视频用户年付费 ARPPU 达到 200 元/年/人，体育视频付费用户渗透率达到 5%，在线体育视频会员收入有望达到 60 亿元【ARPPU200 元/年 * 6 亿视频观众 * 5%渗透率=60 亿元】，而体育版权年成本约 50 亿元【英超 15 亿+中超 10 亿+NBA7 亿+西甲 5 亿+德甲 3 亿+欧冠 3 亿+亚冠 3 亿= 46 亿】，可凭会员收入实现盈亏平衡甚至盈利，优于国内视频平台生态。仅考虑会员付费，在线体育视频行业即孕育较大空间。2）爱奇艺当前付费用户数近 7000 万人，ARPPU 近 150 元/年；合资公司新爱体育手握重磅版权及顶级流量，将充分挖掘足球受众群体潜在付费价值，享受体育付费流量红利。3）若进一步考虑广告变现空间，向上成长性有望进一步打开。

盈利预测与投资评级

产业政策加持，新英体育收购完成后公司将手握顶级足球赛事版权抢占赛道，AFC 项目并肩亚足联实现业务模式升级；同时与爱奇艺合作实现 B2B 向 B2C 模式转型升级，成长空间进一步打开；我们预测公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.69/0.94/1.20 元，当前股价分别对应当期 19/14/11 倍 PE，继续维持“增持”评级。

风险提示

市场竞争、汇率波动、内容监管、业务拓展不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	560	2706	5501	6305
应收款项	1102	451	535	636
存货净额	1247	0	0	0
其他流动资产	360	812	1001	1239
流动资产合计	**3269**	**3969**	**7038**	**8181**
固定资产	29	27	30	29
无形资产及其他	2	2	2	2
投资性房地产	1826	1826	1826	1826
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**5126**	**5824**	**8895**	**10037**
短期借款及交易性金融负债	842	411	514	589
应付款项	142	323	421	537
其他流动负债	192	427	545	705
流动负债合计	**1176**	**1161**	**1480**	**1831**
长期借款及应付债券	597	597	2597	2597
其他长期负债	608	1214	1820	2427
长期负债合计	**1204**	**1811**	**4417**	**5023**
负债合计	**2380**	**2972**	**5898**	**6855**
少数股东权益	222	236	255	279
股东权益	2524	2616	2742	2903
负债和股东权益总计	**5126**	**5824**	**8895**	**10037**

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	1.7%	4.9%	6.7%	8.6%
P/E	44.4	18.8	13.7	10.8
P/B	2.3	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	24.3	13.6	15.0	14.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**912**	**2058**	**2537**	**3139**
营业成本	401	914	1187	1505
营业税金及附加	4	11	13	21
销售费用	15	31	38	96
管理费用	163	340	419	518
财务费用	94	162	71	(10)
投资收益	12	12	12	12
资产减值及公允价值变动	(70)	(46)	(58)	(52)
其他收入	16	0	0	0
营业利润	192	567	763	969
营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	**190**	**565**	**762**	**968**
所得税费用	42	104	130	163
少数股东损益	21	61	82	104
归属于母公司净利润	**128**	**400**	**550**	**701**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**128**	**400**	**550**	**701**
资产减值准备	51	(1)	(22)	(15)
折旧摊销	4	11	14	17
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
经营活动现金流	**(316)**	**2937**	**1169**	**1323**
资本开支	(4)	(53)	(53)	(53)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(4)**	**(53)**	**(53)**	**(53)**
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
融资活动现金流	**554**	**(739)**	**1679**	**(465)**
现金净变动	**234**	**2145**	**2795**	**805**
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

相关研究报告

《当代明诚-600136-2018 年半年报点评：业绩高增速为十年空间之始，看好公司行业地位持续上行》 ——2018-07-31
《当代明诚-600136-重大事件快评：世界杯赞助代理改善公司业绩，十年空间可期》 ——2018-07-14
《当代明诚-600136-当盛世之夏，代亚界之功，明神杯之志，诚我辈之机》 ——2018-05-14
《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

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 ±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 ±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