

竞争壁垒高筑, 体育龙头峥嵘初现

投资要点

- 我们对中美体育产业宏观环境进行对比, 发现我国体育产业仍处于早期发展阶段, 政策、经济和社会基础薄弱, 在逐步转好, 而技术领域已具备全球领先水平, 或成为中国体育产业发展的重要推手。
- 发展机制迥异, 体育营销或最先兴起。与美国不同, 我国体育产业或遵循“由外而内, 自下而上”的发展路径, 体育营销或是现阶段最先发展的子板块。
 - 我国优质赛事供给有限, 对产业带动作用有限。我国体育产业市场化进程滞后, 赛事IP变现存在一定难度, 现阶段赛事版权仍不足以带动体育产业发展。
 - 互联网热潮袭来, 体育传媒跃迁至3.0世代。中国体育传媒随互联网高速发展跃迁至体育传媒3.0世代, 有望带动体育产业尽享产业变革红利。
 - 视频平台聚焦“体育”作为新的流量切口。影视内容的边际效应下降, 体育内容成为视频平台新的流量热点, 下游需求旺盛成为体育营销持续景气的基础。
 - 版权意识逐步觉醒, 体育营销参与度升温。市场认识到体育营销的核心价值, 参与热情升温, 并取得了较好的市场反馈。
- 公司是国内体育营销龙头, 强强联合壁垒高筑。体育营销行业高度依赖“产业资源”、“赛事版权”和“媒体平台”, 公司是国内综合实力最强的体育营销公司, 打破拉加代尔27年垄断拿下亚足联核心赛事版权, 正逐步向国际体育龙头迈进。
 - 产业资源丰富, 构筑良好物质基础: 公司是全产业链布局的体育集团, 上下游资源丰富, 为体育业务未来发展构筑稳固物质基础。
 - 赛事版权矩阵完善, 是公司核心竞争壁垒。公司拥有英超、西甲、欧足联、亚足联核心赛事版权, 是国内版权储备最强的体育公司之一。公司资本实力、运营能力国内领先, 版权业务持续性无需担忧。
 - 与爱奇艺强强联合, 嵌入百度体育发展战略。公司与爱奇艺达成合作, 爱奇艺顶级流量加持显著利好2C端业务; 通过此次合作, 公司成功参与百度体育发展战略, 保障公司未来发展。
- 盈利预测与投资建议。假设拟支付现金全资收购的新英体育9月份并表, 我们预计2018-2020年备考EPS分别为0.62元、1.17元、1.41元。通过分部估值, 我们估算公司2018年对应市值89.3元, 对应目标价为18.33元/股, 相当于30倍估值, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 体育政策发生重大改变的风险, 业务整合或不及预期的风险, 赛事版权获取或不及预期的风险, 融资成本上行的风险, 并购项目推进及运营或不及预期的风险。

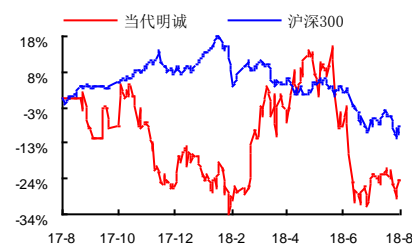
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	911.94	1918.41	2734.02	3233.90
增长率	60.26%	110.37%	42.51%	18.28%
归属母公司净利润(百万元)	128.13	304.03	568.44	684.55
增长率	4.87%	137.28%	86.97%	20.43%
每股收益EPS(元)	0.26	0.62	1.17	1.41
净资产收益率ROE	5.41%	11.56%	17.48%	18.27%
PE	44	18	10	8
PB	2.22	2.01	1.70	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 杭爱
电话: 010-57758568
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.87
流通A股(亿股)	3.44
52周内股价区间(元)	11.0-19.29
总市值(亿元)	55.54
总资产(亿元)	82.77
每股净资产(元)	5.30

相关研究

- 当代明诚(600136): 与爱奇艺达成合作, 市场竞争力增强 (2018-08-07)
- 当代明诚(600136): 体育影视双轮驱动, 推动业绩大幅提升 (2018-07-31)
- 当代明诚(600136): 中标亚足联赛事版权, 受益世界杯业绩可期 (2018-06-12)
- 当代明诚(600136): 体育业务渐成气候, 估值优势彰显投资价值 (2017-12-12)
- 当代明诚(600136): 细化并购方案, 整合进程推进 (2017-09-01)

目 录

1 公司概况：“影视+体育”双轮驱动的龙头企业	1
2 行业分析：对标美国，我国体育营销或率先兴起	3
2.1 宏观层面：基础因素转好，发展潜力无限	3
2.2 产业链层面：发展机制迥异，体育营销或最先兴起.....	5
3 国内体育营销龙头，强强联合壁垒高筑	11
3.1 产业资源丰富，构筑良好物质基础	13
3.2 赛事版权矩阵完善，是公司核心竞争壁垒	16
3.3 与爱奇艺强强联合，嵌入百度体育发展战略	19
4 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 相对估值	22
5 风险提示	23

图 目 录

图 1: “体育” + “影视” 双轮驱动	1
图 2: 公司股权结构	1
图 3: 公司营收及增速情况	2
图 4: 公司归母净利润及增速情况	2
图 5: 2015-2017 年公司营收占比情况	2
图 6: 2017 年公司毛利占比情况	2
图 7: 美国体育产业 PEST 分析	3
图 8: 中国体育产业 PEST 分析	3
图 9: 我国体育产业增加值及占 GDP 比重	4
图 10: 世界主要国家体育产业占 GDP 比重	4
图 11: 美国体育产业发展历程	4
图 12: 我国互联网快速发展	5
图 13: 互联网巨头已达全球领先水平	5
图 14: 美国体育产业发展历程	6
图 15: 美国体育产业发展路径图	6
图 16: 美国主流赛事历史悠久	7
图 17: 优质赛事具备较好社会基础	7
图 18: 转播收入成为赛事主要收入来源	7
图 19: 中国体育产业发展历程	8
图 20: 网络媒体成为新的观赛渠道	9
图 21: 互联网传媒优势显著	9
图 22: 国内体育版权“三足鼎立”之势已成	9
图 23: 7 家国内企业参与 2018 年世界杯赞助	10
图 24: 受益体育营销, 海信市占率稳步提升	10
图 25: 中国体育产业发展路径图	10
图 26: 职业体育产业链构成	11
图 27: 八方环球拥有 IPG 强力支持	11
图 28: ESPN 拥有系列顶级赛事版权	12
图 29: 公司完成体育产业全产业链布局	13
图 30: 双刃剑体育产业布局完善	13
图 31: MBS 经济业务一览	14
图 32: 世界足球产业联盟构建“足球大平台”	15
图 33: 三方势力强强联合, 综合竞争力领先行业	16
图 34: 公司体育业务资本实力实现极大扩充	18
图 35: 电视剧日均有效播放量下滑	19
图 36: 新爱体育股权结构	20

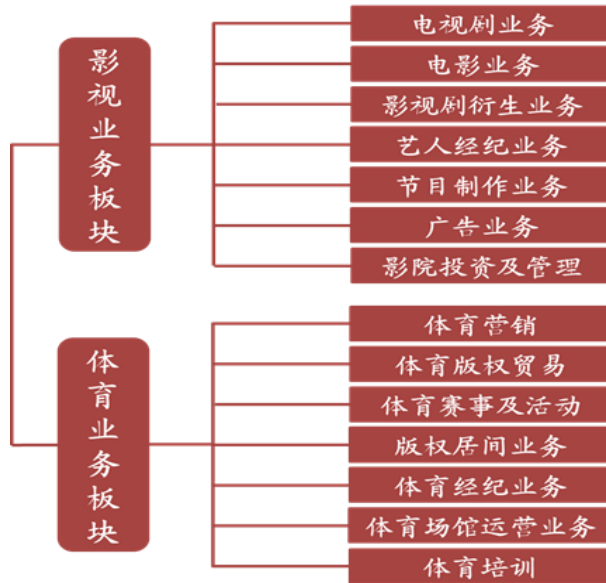
表 目 录

表 1: 近年我国产业相关政策法规.....	3
表 2: ESPN 拥有丰富的媒体网络.....	12
表 3: 新英体育营收大幅增加.....	15
表 4: 全球主流足球赛事核心数据一览.....	16
表 5: 亚足联系列赛事版权一览.....	17
表 6: 新英体育英超版权运营效果出色.....	18
表 7: 国内体育版权签约情况.....	19
表 8: 爱奇艺现有会员将为新爱体育带来至少 142 万会员增量.....	21
表 9: 分业务收入及毛利率.....	21
表 10: 可比公司相对估值.....	22
表 11: 可比公司相对估值.....	22
表 12: 公司整体估值.....	23
附表: 财务预测与估值.....	24

1 公司概况：“影视+体育”双轮驱动的龙头企业

武汉当代明诚文化股份有限公司的前身是主营磷矿石贸易、学生公寓租赁和房地产销售服务的武汉道博股份有限公司，2015 年经过重大资产重组后，公司主营业务逐步向影视业务、体育业务发展。公司影视方面坚持精品剧战略，体育板块全产业链布局日趋完善，目前已成为一家国内领先的文化、体育和娱乐上市公司。

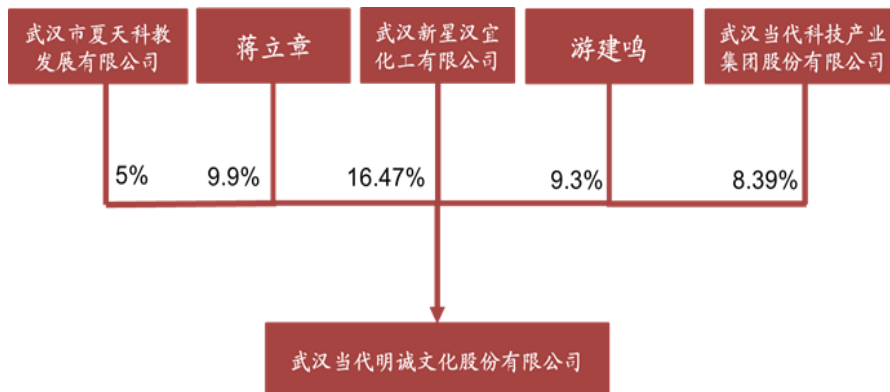
图 1：“体育”+“影视”双轮驱动



数据来源：西南证券

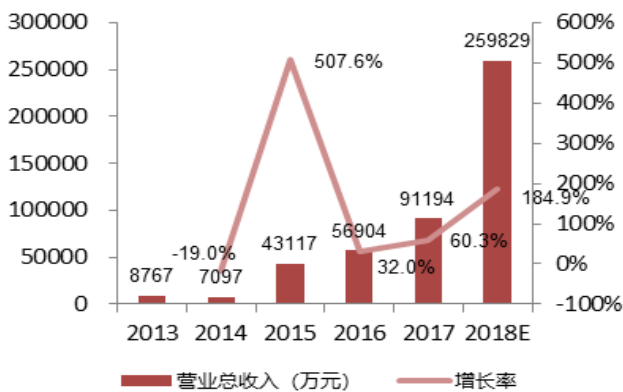
公司股权结构：公司控股股东为武汉新星汉宜化工有限公司，实际控制人艾路明为当代集团董事，间接持有当代明诚公司股份，同时还控股人福医药集团股份有限公司、武汉三特索道集团股份有限公司。公司旗下共有参控股子公司 70 家，经营领域遍及影视、体育产业，主要包括影视制作、电影放映、影院投资管理、体育经纪、体育赛事活动策划等，经营足迹遍布国内外，是一家股权结构稳健、经营治理完善的公司。

图 2：公司股权结构

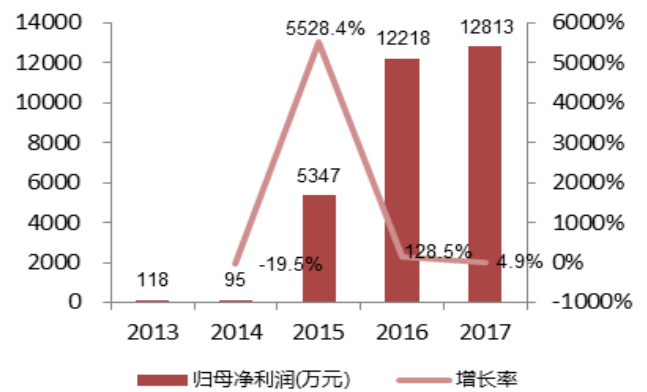


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：自 2014 年公司启动战略转型以来，公司依据“全球文化产业整合运营平台”的长期发展战略，通过“影视+体育”的双轮驱动，逐步确立了公司在体育和影视行业的领先地位。2015-2017 年，公司营业收入实现年均 45.4% 的复合增长，归母净利润保持 54.8% 的复合增速，顺利实现主业转型。2017 年内归母净利润增速放缓的主要原因是营业成本及三费分别增加 54.1%、102%、102.2% 和 154.1%，主要系强视传媒、耐丝业务规模扩大引起成本增加，以及报告期内汉为体育、指点未来、当代银兴纳入合并报表范围所致。2018 上半年，公司实现营收 8.7 亿元 (YOY+60.3%)，实现归母净利润 1.1 亿元 (YOY+426%)，主要由世界杯区域赞助权益销售及《猎毒人》完成台网播出导致。

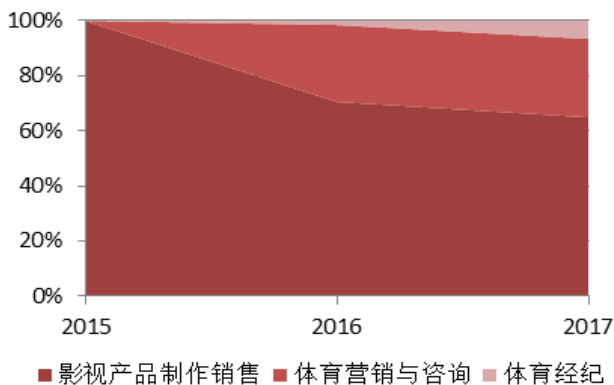
图 3：公司营收及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

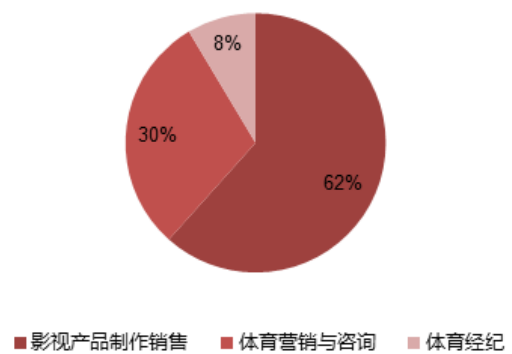
图 4：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司的主营业务为影视产品的著作销售、体育营销与咨询和体育经纪，2017 年影视产品的制作与销售业务实现收入 5.9 亿元，在公司主营业务收入中占比 65%，贡献了 62% 的毛利润；体育业务营收、毛利规模持续扩大，逐步成为公司新的利润增长点。

图 5：2015-2017 年公司营收占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2017 年公司毛利占比情况


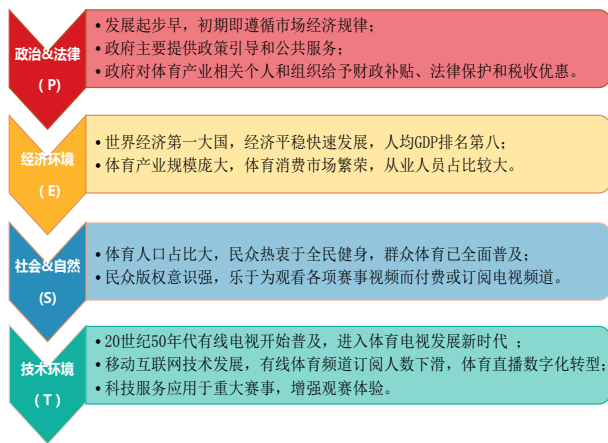
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：对标美国，我国体育营销或率先兴起

2.1 宏观层面：基础因素转好，发展潜力无限

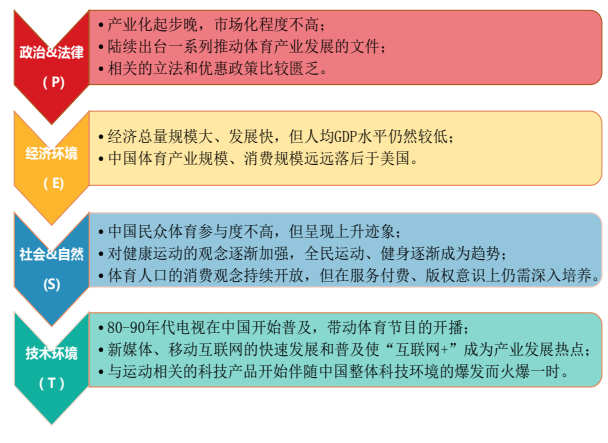
美国是全球体育产业最发达的地区，其发展经验对我们意义重大。我们特对中美体育产业宏观环境进行对比，我国体育产业仍处于早期发展阶段，政策、经济和社会基础薄弱，在逐步转好，而技术领域已具备全球领先水平，或成为中国体育产业发展的重要推手。

图 7：美国体育产业 PEST 分析



数据来源：西南证券

图 8：中国体育产业 PEST 分析



数据来源：西南证券

- **政策面：政策逐步放开，商业化进程提速。**美国积极推进产业政策体系构建，通过颁布各项政策法规提高市场力量、社会资本的参与度，切实推动了美国体育产业快速发展。我国体育产业长期以专业体育为发展纲领，限制体育产业市场化运作，导致体育产业市场化程度较低。2014 年以来，国家加快体育产业政策布局，进行了大刀阔斧的简政放权，取消了商业性和群众性体育赛事审批，放宽了赛事转播权限制。政策的放开聚焦了社会资本的注意，一时间体育产业投融资市场空前火爆。

表 1：近年我国产业相关政策法规

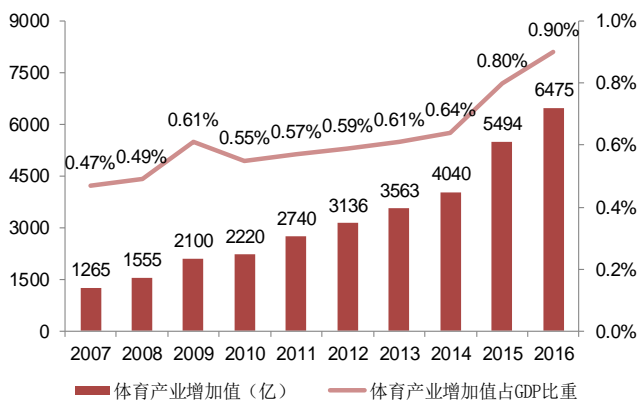
时间	颁布机构	具体政策
2008 年 5 月	全国人大常委会	《中华人民共和国体育法》
2010 年 3 月	国务院	《关于加快发展体育产业的指导意见》
2011 年 2 月	国务院	《全民健身计划（2011-2015 年）》
2012 年 4 月	国家体育总局	《体育事业发展“十二五”规划》
2012 年 7 月	国家发改委、国家体育总局	《“十二五”公共体育设施建设规划》
2014 年 9 月	国务院	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2014 年 10 月	国务院	《关于加快体育产业发展推动体育消费的意见》
2014 年 12 月	国家体育总局	《关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》
2015 年 8 月	国务院足球改革发展部际联席会议	《中国足球协会调整改革方案》
2016 年 4 月	国家发改委	《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》
2016 年 4 月	国家体育总局	《2016 年全国青少年体育活动计划》

时间	颁布机构	具体政策
2016年5月	国家发改委	《全国足球场地设施建设规划(2016-2020年)》
2016年5月	国家体育总局	《体育发展“十三五”规划》

数据来源：西南证券整理

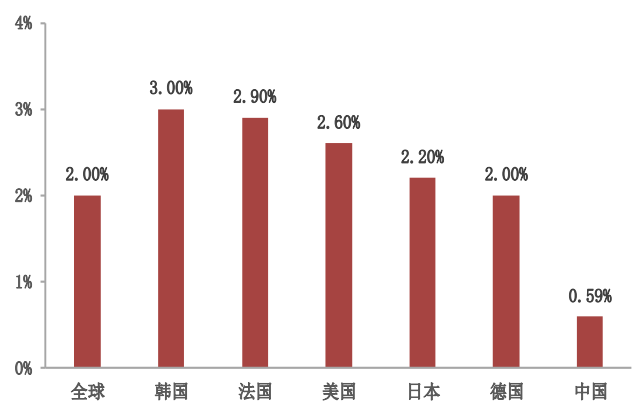
- 经济面：体育消费存在差距，未来潜力巨大。**美国是全球经济、体育产业第一大国，2017年美国人均GDP为6万美元，体育产业从业人口占比约2.5%，而我国这两项数据分别为8827美元和0.4%。目前中国体育产业增加值占GDP比重仍不足1%，人均体育消费仅为发达国家的十分之一，与发达国家存在明显差距。经济发展水平是体育产业的基础，按照国际惯例，人均GDP超过5000美元时将迎来体育产业“井喷式”发展，我国体育产业发展潜力巨大，有望迎来爆发。

图9：我国体育产业增加值及占GDP比重



数据来源：易观智库，发改委，西南证券整理

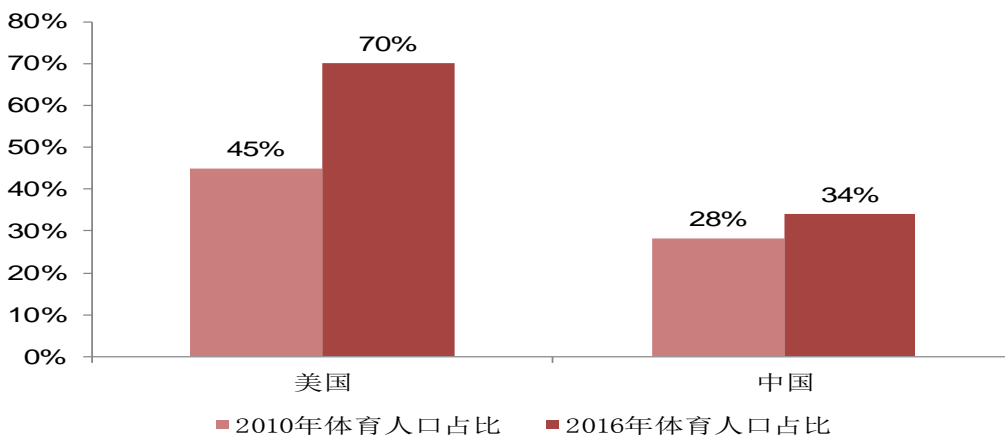
图10：世界主要国家体育产业占GDP比重



数据来源：易观智库，西南证券整理

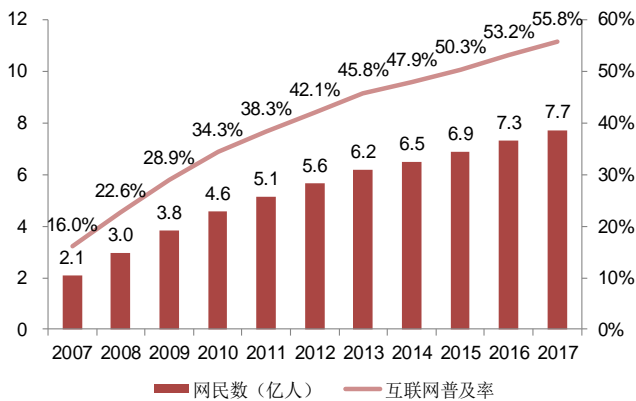
- 社会面：参与度仍需提升，付费习惯正在养成。**体育运动在美国已渗透到人们生活的方方面面，成为最热门的休闲方式。美国国民对体育运动的积极参与催生了大量体育需求，推动了体育产业的快速发展。近年，随着收入水平、生活观念的提升，健康逐步成为国民新的追求，参与体育积极性、体育消费习惯逐步形成。

图11：美国体育产业发展历程

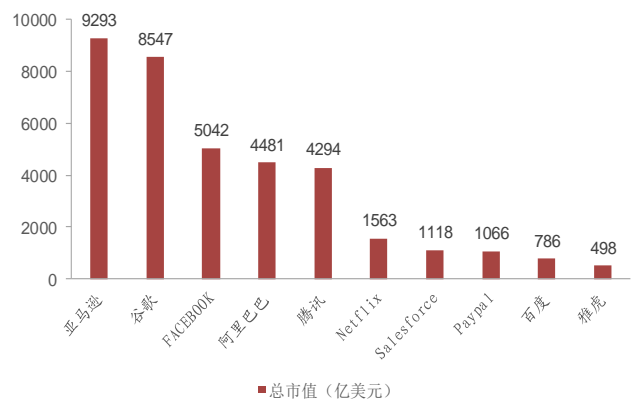


数据来源：经济学家，西南证券整理

- **技术面：互联网高速发展，技术面已达国际领先。**纵观美国体育发展历程，科技尤其是电视通信技术对体育商业化的推动作用不可忽视，ESPN等体育巨头均受益于体育传媒的发展浪潮。我国体育媒体起步较晚，体育电视与美国存在很大差距，但我国互联网发展已达全球领先水平，BAT等互联网巨头纷纷布局体育产业，体育产业或搭上体育传媒新变革的发展快车。

图 12：我国互联网快速发展


数据来源：CNNIC，西南证券整理

图 13：互联网巨头已达全球领先水平


数据来源：search1990.com，西南证券整理

2.2 产业链层面：发展机制迥异，体育营销或最先兴起

2.2.1 美国：“由内而外，自上而下”发展

美国体育产业历史悠久，早在 19 世纪初美国体育产业即开始萌芽，随后体育产业职业化、商业化进程加速，形成了以职业体育为核心、大众体育为基础的全产业链，成为全球体育第一大国。

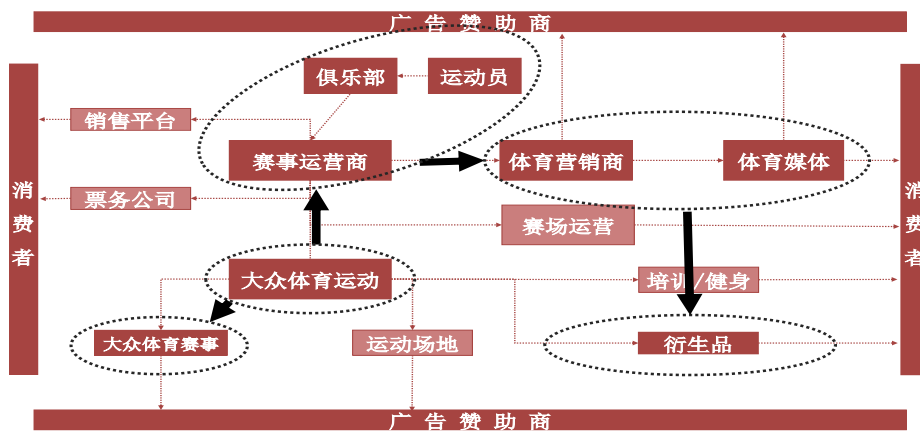
图 14: 美国体育产业发展历程

- **19 世纪初 体育产业开始萌芽**
 - 19 世纪初美国纽约一俱乐部出售 1 万美元股份，开创了体育产业先河
 - 19 世纪中叶赛马俱乐部逐渐形成，为盈利开始向观众出售门票
 - 1858 年 22 支纽约地区业余棒球队形成第一个面向市场收费的体育联赛
- **19 世纪中叶 体育运动逐步走向职业化**
 - 1869 年出现美国第一个职业运动队——辛辛那提红长袜队
 - 1876 年全国棒球联盟取代投机性质的全国职业棒球运动员协会
 - 1876 年由普林斯顿大学、耶鲁大学、哈佛大学、哥伦比亚大学和拉特格斯大学成立美国校际橄榄球协会
 - 1896 年美国奥委会成立
- **20 世纪初 联盟制推动美国体育商业化发展**
 - 1903 年第一个职业联盟——全美棒球联盟 (MLB) 宣告成立
 - 1905 年全美体育用品生产者协会 (SGMA) 成立
 - 1917 年美国冰球联盟 (NHL) 成立
 - 1920 年美国橄榄球联盟 (NFL) 成立
 - 1946 年美国篮球联盟 (NBA) 成立
- **20 世纪中叶 体育媒体推动体育产业发展，经济意义凸显**
 - 1961 年、1976 年颁布《体育运动转播法案》、《版权法》，保护电视转播版权
 - 1979 年第一家 24 小时体育频道 ESPN 成立，随后 ESPN、IMG、MSG 和 Octagon 等体育传媒巨头逐渐成为美国体育产业顶梁柱
 - 1984 年洛杉矶奥运会获得巨大成功，首次实现巨额盈余
 - 1984 年苹果公司耗资 150 万在超级碗赛事期间播放广告，引发体育赞助新趋势
 - 20 世纪 80 年代，美国体育用品业产生了两大巨头：Nike 和 Reebok
- **21 世纪 新技术引领体育产业数字化转型**
 - 2000 年 EA 公司成为全世界最大的电子竞技游戏供应商
 - Amazon、Google、苹果等公司进军体育产业
 - ESPN 等传统体育媒体公司开始数字化转型，推出流媒体平台
 - Twitter、Facebook、Amazon 等互联网公司推出体育直播服务，推动体育赛事版权价格水涨船高

数据来源：西南证券整理

从产业链来看，美国体育产业是遵循“由内而外，自上而下”的发展路径，即业余赛事→职业赛事（赛事版权）→体育传媒、体育营销→体育衍生品→其他，其根本原因有以下几点：

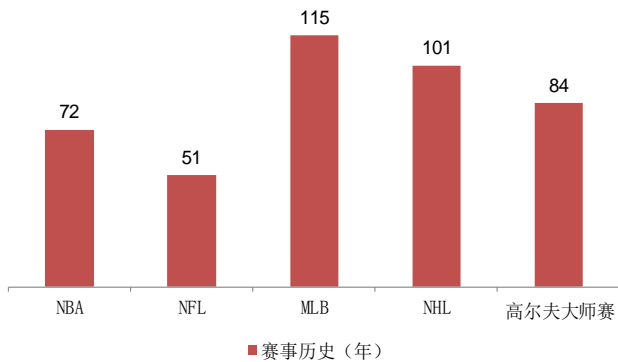
图 15: 美国体育产业发展路径图



数据来源：西南证券

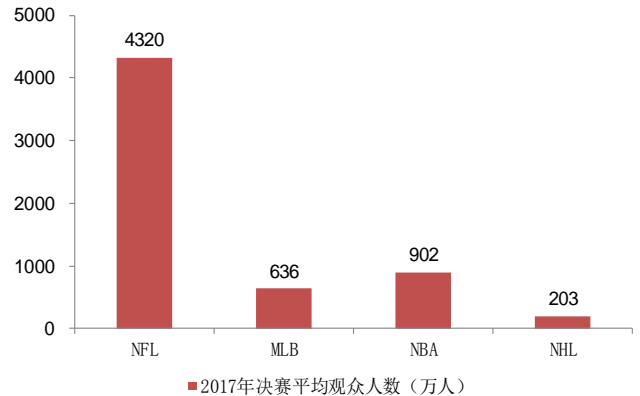
- 1) **优质赛事积累是良好开端。**美国的竞技体育和职业体育起步早、发展历史悠久,NBA、NHL 等顶尖赛事均有近百年历史,赛制成熟、观赏性佳,拥有庞大粉丝群体,为体育产业发展构筑了良好基础。

图 16: 美国主流赛事历史悠久



数据来源: 维基百科, 西南证券整理

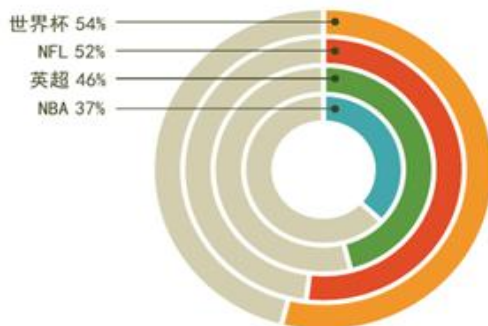
图 17: 优质赛事具备较好社会基础



数据来源: 福布斯, 西南证券整理

- 2) **电视媒介兴起推动产业扩张。**1960 年, ABC 广播公司和美国橄榄球联盟 (AFL) 签订了 5 年 850 万美元的版权协议, 是美国首单国家级体育电视版权合约。其后, ESPN、MSG 等专注于体育行业的有线电视网络也开始发展起来。随着以电视为主体的大众传媒的普及, 观看比赛的人数迅速上升, 各大电视台不断推高赛事版权价格, 发展至今转播权收入已成为各大职业体育联盟重要收入来源, 职业体育竞技水平、品牌价值得到提升。电视传媒的兴起加速了美国体育的商业化进程, 使职业体育经济价值得到充分释放。

图 18: 转播收入成为赛事主要收入来源



数据来源: 西南证券

- 3) **制度建设释放体育产业潜力。**1961 年, 美国推出《体育运动广播法案》为四大联盟赛事版权给予反垄断豁免; 1976 年推出《版权法》为各大赛事的电视转播版权提供保护, 为美国体育产业发展插上腾飞翅膀。20 世纪 70 年代, NBA、NFL、NHL 等先后实行球员自由转会制度, 经纪人的重要性凸显, 体育中介开始迅速发展。

2.2.2 中国：“自外而内，自下而上”发展

我国体育产业长期奉行“举国体制”，大力发展奥运项目，在国内外赛场取得了诸多佳绩。但从产业发展角度，我国体育产业地位、经济价值未得到普遍认同。随着改革开放的逐步深入，体育产业化、市场化程度逐渐提升，中超、CBA 等职业联赛相继问世，相关体制改革也逐步跟进，但与国外发达国家相比仍处于早期阶段。

图 19：中国体育产业发展历程

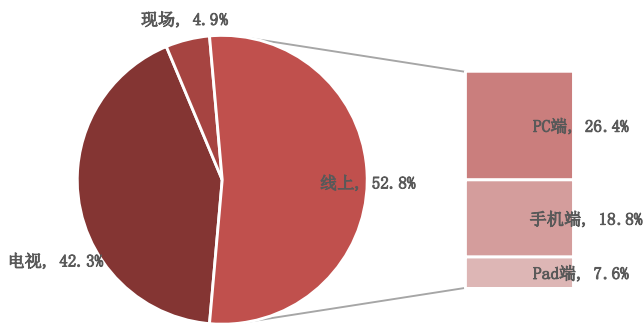
- 1979 中国体育产业处于社会化发展阶段**
 - 体育只充当一种推动经济发展的手段，其产业地位和经济价值未得到大多数人认同
 - 1989 年中国足球甲 A 联赛成立
- 1992 中国体育开始以产业化为目标，职业体育崭露头角**
 - 国家体委机构进行改革，分离运动项目管理职能，成立 20 个运动项目管理中心
 - 1992 年中国足协召开工作会议，确定中国足球职业化方向
 - 1993 年第一届中国体育用品博览会在西安开幕
 - 1994 年国务院批准国家体育总局在全国发行体育彩票
 - 1994 年首届中国职业足球联赛开幕，中央电视台 1000 万购买联赛转播权
 - 1995 年制定《1995-2000 年中国体育产业发展纲要》和相应的体育产业发展的法规，进一步明确体育要走产业化发展道路
 - 1995 年 CBA 联赛开始运作，首届中国职业篮球赛开幕
- 1996 体育营销产业开始崛起**
 - 1998 年中体产业上市，中国体育产业的发展进入了一个新的里程碑
 - 1999 年曼联上海行，成为中国大陆首次真正意义上的商业足球比赛
 - 2002 年网球大师杯赛首次落户中国
 - 2003 年皇家马德里足球队访华，高德公司单独运作，盈利数百万
 - 2003 年《北极星计划》提出中国篮球职业联赛的“管办分离”概念
 - 2004 年第一届中国足球协会超级联赛开赛（原中国足球甲 A 联赛）
 - 2004 年首届 F1 中国大奖赛在上海举办，同年在北京、上海各进行一场 NBA 季前赛
- 2008 体育产业步入全面发展快车道**
 - 2008 年举办北京奥运会，同年 NBA 中国正式成立
 - 2009 年耐克公司 2 亿美元赞助中超联赛十年
 - 2010 年国务院颁布《关于加快发展体育产业的指导意见》
 - 2011 年《体育事业发展“十二五”规划》提出促进群众体育发展
- 2014 政策利好，版权之战火爆后遭降温**
 - 2014 年开始放开体育产业市场的准入限制，同年 46 号文放宽赛事转播权限制
 - 2015 年《中国足球改革具体方案》加速体育产业的改革及政府对体育管制的放宽
 - 2015 年体奥动力 80 亿元天价购得中超版权，PPTV、腾讯等纷纷入局版权争夺
 - 2016 年《竞技体育“十三五”规划》指出要加强职业体育发展进程

数据来源：西南证券整理

- 1) **核心赛事供给不足，对产业发展带动作用有限。**我国体育产业起步较晚，能够真正进入市场运作的项目数量较少。我国体育赛事除了走职业化发展道路的足球、篮球、排球和乒乓球外，其他运动项目还没有形成市场，而走职业化发展道路的体育项目也囿于制度限制市场化进程有所滞后。目前国内赛事版权变现不易：**2B 端**，国内赛事版权热潮逐步退却回归理性；**2C 端**，民众对国内赛事的消费意愿仍不高。我们认为，现阶段赛事版权方仍不足以带动体育产业发展。

2) 互联网热潮袭来, 体育传媒跃迁至 3.0 世代。我国大型体育赛事的播出长期由央视垄断, 观众形成了免费观看的习惯, 体育传媒未曾经历电视媒体的大繁荣时期, 反而随着互联网技术的高速发展跃迁至体育传媒 3.0 世代, 约有 52.8% 的民众通过互联网平台观看体育赛事, 电视媒体的影响力逐渐减弱。互联网媒体交互性好、时效性强、传播范围广, 对体育产业商业价值的提升更加显著。

图 20: 网络媒体成为新的观赛渠道



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

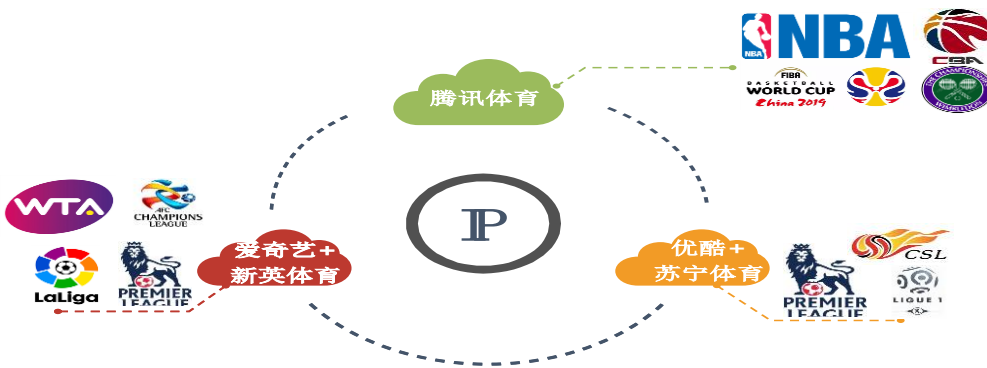
图 21: 互联网传媒优势显著

媒体	优点	缺点
电视媒体	传播覆盖面广, 受众不受文化层次限制 传播画面直观易懂, 形象生动 互动性强, 观众可参与到节目中来 单位接触成本低	线性传播 转瞬即逝 保存性差
网络媒体	传播范围极为广泛 强烈的交互性与感官性 灵活的时效性, 内容富有弹性 准确针对目标用户, 目标明确	受硬件环境限制, 存在稳定性、安全性问题 与传统媒体相比上网费用较高 具有被动型, 需要用户主动进入互联网

数据来源: 西南证券

3) 体育成为新的流量切入口, 视频平台加大体育内容获取力度。影视内容对视频平台的流量边际提升逐步下降, 体育内容随之成为新的流量入口。腾讯体育自成一家、优酷联合 PP 体育、爱奇艺与新英体育联合, 三分之势已成。下游需求旺盛催生了体育营销的持续景气基础。

图 22: 国内体育版权“三足鼎立”之势已成



数据来源: 西南证券

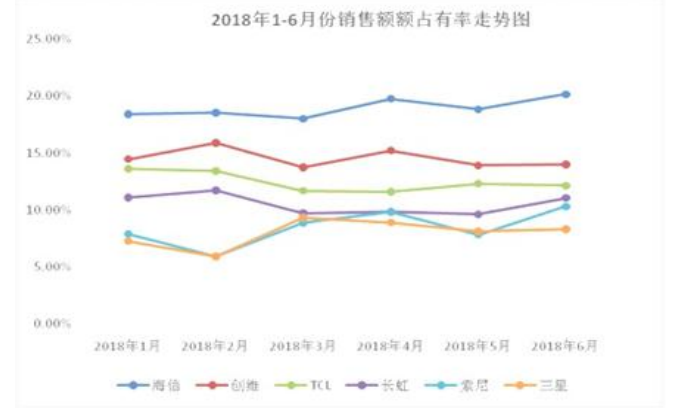
4) 体育营销价值得到市场认同, 企业参与度显著提升。热门体育赛事关注度高, 可显著提升品牌知名度和产品销量, 是较好的营销媒介, 且仍处于发展阶段。近年, 国内企业逐步认识到的体育营销的核心价值, 开始加大投入。2018 年世界杯, 国内有 7 家企业参与赞助事宜, 为历史之最。其中, 海信凭借世界杯营销销售额占有率创历史新高, 达到 20.2%, 实现由优势品牌向强势品牌的跨越。

图 23: 7 家国内企业参与 2018 年世界杯赞助



数据来源: 国际足联, 西南证券整理

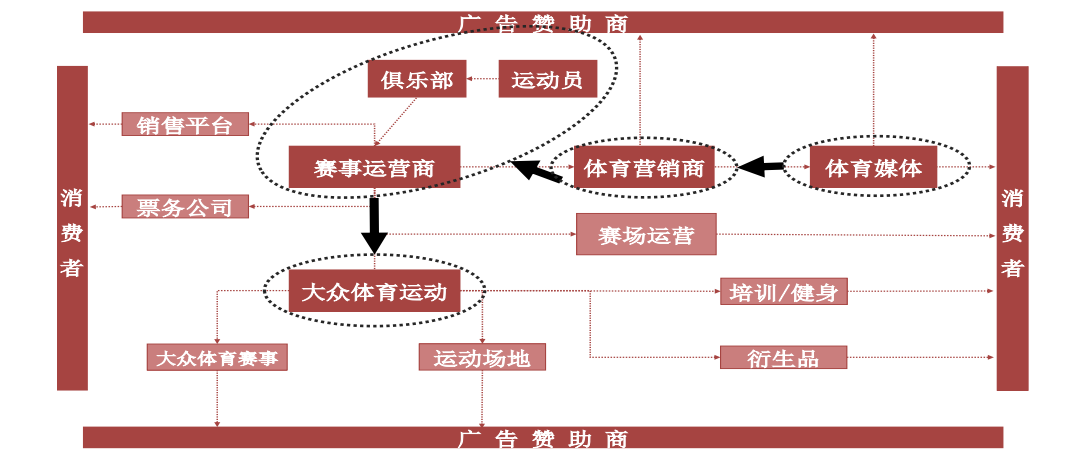
图 24: 受益体育营销, 海信市占率稳步提升



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

5) 版权意识逐步增强, 版权运营收益得到保障。近些年来, 国家非常重视对体育版权的保护, 从 2015 年凤凰网盗播中超到 2018 年世界杯对盗播的严厉打击, 全社会版权意识得到切实提升, 使得版权方壁垒得到增强, 极大保障了版权运营收益。

图 25: 中国体育产业发展路径图



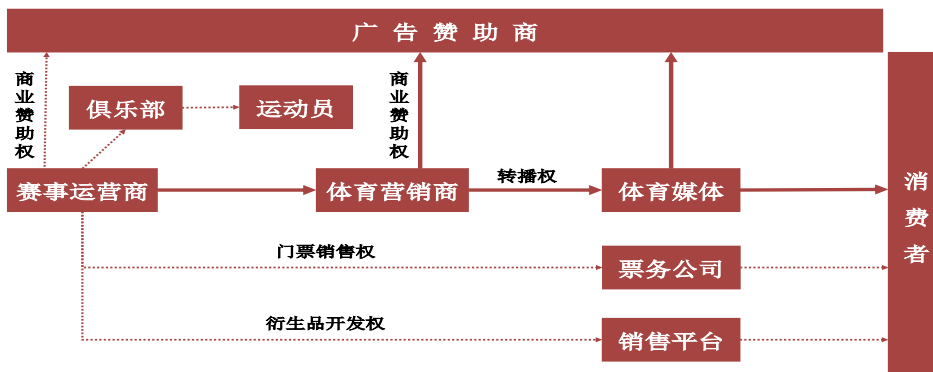
数据来源: 西南证券

综上, 我国体育产业赛事版权方变现存在一定难度, 对整体产业的带动作用有限。由于历史原因及互联网高速发展, 我国体育传媒跃迁至 3.0 世代, 下游互联网巨头对体育内容的重视催生了对体育营销的巨量需求。我们认为我国体育产业发展历程或迥异于美国, 现阶段最先发展起来的细分领域是体育营销。

3 国内体育营销龙头，强强联合壁垒高筑

体育营销的上游是拥有赛事版权的赛事运营商，下游为体育媒体、广告赞助商等，体育营销商其间充当“润滑剂”、“中间人”的角色，是成熟职业体育产业链中的重要一环。

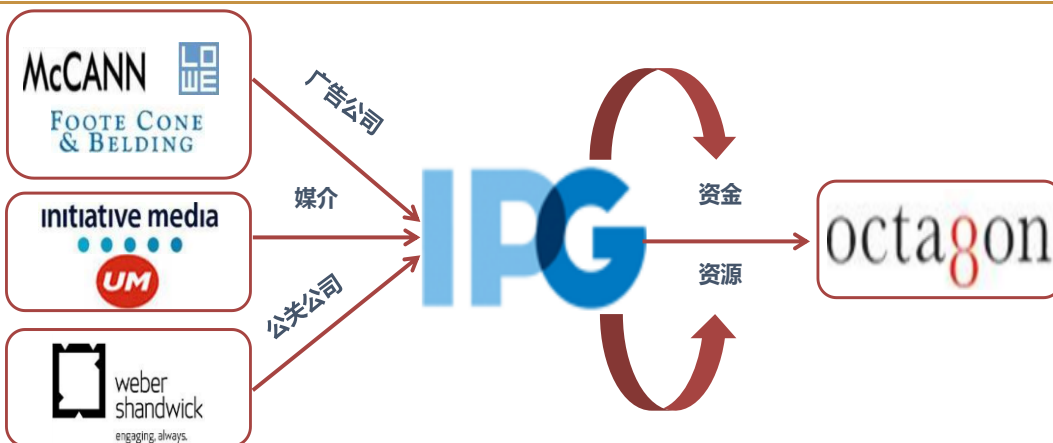
图 26：职业体育产业链构成



数据来源：西南证券

采购成本高、高度依赖产业资源的行业。体育营销行业的上游是赛事版权方，顶级赛事培育期长、群众基础较好，造成上游行业较强的议价能力，且国内赛事版权争夺日趋激烈，体育营销公司采购成本一直居高不下。此外，体育营销涉及版权分销、广告赞助、经纪等不同门类业务，需要在位企业具备强大的财力基础和产业资源。以八方环球为例，背靠全球第四大广告集团 Interpublic Group (IPG 埃培智)，不仅获得有力的资金支持，同时 IPG 旗下各传媒公司也为八方环球提供产业资源。

图 27：八方环球拥有 IPG 强力支持



数据来源：西南证券

头部赛事版权是核心壁垒。数量众多且优质的赛事版权是体育营销公司的核心竞争力，是公司运营体系中最底层、最基础也是最核心的组成部分，只有拥有受众广、知名度高的体育赛事，后续的版权分销、广告赞助等业务才能够开展起来。全球体育巨头 ESPN 拥有包括美式橄榄球大联盟 (NFL)、全美职业棒球大联盟 (MLB)、美国职业篮球联赛 (NBA)、全

美大学橄榄球赛、四大满贯网球赛、美国足球大联盟 (MLS)、全美赛车联合会 (Nascar) 以及美国高尔夫球公开赛等一系列知名赛事的版权, 为转播权二次开发以及向流媒体运营商分销提供了强有力的保障。

图 28: ESPN 拥有系列顶级赛事版权



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

下游媒体平台是赛事版权主要变现途径。体育媒体是赛事版权最重要的变现途径, 以英国足球为例, 1974 年英甲和英乙联赛的 44 家俱乐部营业收入总额为 3837 万英镑, 其中门票收入为 3208 万英镑, 其余收入来自政府补助或商业赞助。14/15 赛季英超俱乐部总营收为 33.67 亿英镑, 其中转播收入为 17.75 亿英镑, 占比达到 53%。体育传媒业可以最大限度地调动体育观众观看和欣赏体育赛事, 使体育赛事商业价值得到充分挖掘。回顾 ESPN、MSG 等体育公司发展历程, “赛事版权”+ “媒体平台”是其快速发展的不二法门。

表 2: ESPN 拥有丰富的媒体网络

频道	内容	订阅人数 (万)
ESPN	综合赛事、赛事点评、体育新闻综述	8800
ESPN2	极限体育、体育娱乐、访谈类、游戏类栏目	7700
ESPNEWS	24 小时滚动播出世界各地体育赛事	6600
ESPN Classic	体育纪录片、经典赛事	暂无数据
Spanish-Language ESPN Deportes	综合赛事和栏目	暂无数据
ESPNU	大学体育赛事	6700
Longhorn Network	德克萨斯大学奥斯汀分校德克萨斯长角牛队的各项赛事	暂无数据
SEC Network	东南联盟各项赛事	6000
ESPN+	比赛直播、原创内容及节目点播	暂无数据

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

综上，我们认为“产业资源”、“核心赛事版权”和“下游媒体平台”是出色体育营销商必备的基础条件，

3.1 产业资源丰富，构筑良好物质基础

自 2016 年布局体育板块以来，公司先后收购双刃剑体育（体育营销）、控股 MBS（体育经纪）、汉为体育（场馆运营）、郝海东体育（足球青训），加上当代明诚足球俱乐部管理公司和正在收购的新英体育，已逐步形成覆盖体育全产业链的体育龙头公司。

图 29：公司完成体育产业全产业链布局



数据来源：西南证券

- **体育营销：**体育营销业务主体是双刃剑体育，成立于 2004 年，是中国第一家专注于整合营销的体育营销公司，曾帮助鸿星尔克定制网球战略，帮助乐视 TV、雷士照明等中国品牌亮相世界顶级赛事赛场，于 2015 年以 8.2 亿元对价被公司收购。

图 30：双刃剑体育产业布局完善



数据来源：公司官网，西南证券整理

被收购后，双刃剑与欧洲顶级体育营销机构 MBS 达成战略合作；拿下 2018 俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理合同，取得了 6000 万美元营收；拿下亚足联赛

事商务权益打破了海外公司对于亚足联赛事的长期垄断，进一步增强了公司在国内体育市场上的优势地位。

- **体育经纪:** 2016年,公司全资收购耐丝国际,实现对 BORG B.V 旗下公司 MBS(西班牙)和 MBS(英国)的间接控制。两家公司分别在西班牙境内和英国境内从事职业球员和青年球员的经纪业务以及俱乐部的咨询服务,还常年服务于巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等俱乐部,协助俱乐部完成买卖球员的转会谈判、开展球探工作以及商业赛事组织和协办,握有各大顶级联赛球员、教练和俱乐部的核心渠道资源。

图 31: MBS 经济业务一览



数据来源:公司公告,西南证券整理

公司通过间接持股 MBS 公司,推动苏州双刃剑与 MBS 公司的合作,构建国内外体育资源互动渠道,加速取得国际顶级体育资源以加强现有的明星赞助代理业务,开拓国内外职业运动员转会及挖掘工作,推进公司“体育营销生态圈”战略。

- **场馆运营:** 汉为体育成立于 2015 年,主要以中小型体育基础设施的运营及投资为业务核心,并在此基础上致力于大众体育赛事的组织、运营和推广,形成了场馆依托、赛事引流、培训增值的三位一体的经营模式。汉为体育已签约汉口江滩的篮球公园、徐东销品茂顶层足球场、光谷绿世界和武汉洪山欢乐灯光足球馆,承接并举办武汉足球城市超级杯、武汉篮球城市超级联赛,成功运作“汉马”预赛,同时参与城市马拉松、电音跑、垂直马拉松等体育赛事。汉为体育拥有超过 150 场赛事运营经验及 2000 场次的赛事执行经验,并拿下了中冠联赛商务及推广权,是覆盖全国的体育产业的综合体服务商。公司通过投资汉为体育,利用场馆切入了大众体育领域、拓展 to C 端服务,进一步完善公司体育板块业务布局,促进了竞技体育与大众体育的均衡发展。
- **俱乐部管理:** 2016 年,公司出资 2000 万元与蒋立章、天风睿利(武汉)投资中心、武汉国创资本投资有限公司、天风天睿投资有限公司共同成立武汉当代明诚足球俱乐部管理有限公司,通过足球俱乐部的经营与管理、组织足球比赛、组织策划群众参与的文化体育类活动等来加强与资源方的合作,拓展了公司在足球方面的业务,促进了体育板块相关业务的健康发展。

图 32: 世界足球产业联盟构建“足球大平台”



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

同年, 全资子公司双刃剑还与欧洲顶级体育经纪公司 MBS、意大利足球巨头波佐家族成立了“desports 世界足球产业联盟”, 将职业球员、青少年、教练、品牌、资本、俱乐部和经纪公司有机地结合了起来, 汇聚各方优势资源, 构建一个集合“市场”、“经纪”、“管理”的足球大平台, 实现了国内外足球产业的无缝对接, 全面布局大体育产业。

此外, 公司与西班牙格拉纳达足球俱乐部签订了中国区独家商务代理协议, 与重庆力帆俱乐部签订了商务咨询服务协议, 双刃剑体育还于今年 3 月斩获了巴黎圣日耳曼俱乐部中国及香港地区独家商务代理权。一系列布局上游体育俱乐部的举措使公司的体育产业版图更加完善、向全产业链方向进一步发展。

- **新英体育&苏宁体育:** 成立于 2010 年, 目前拥有英超联赛、欧足联国家队系列赛事, 经过多年发展, 形成了较为成熟的运营理念、策略和方法, 掌握了一定的销售网络和客户资源, 版权分销业绩显著, 带动业绩节节攀升。

表 3: 新英体育营收大幅增加

	2015	2016	2017
营业收入 (万元)	38,498.55	70,493.51	86,382.73
营业利润 (万元)	17,442.59	21,042.57	30,040.13
净利润 (万元)	15,273.71	17,775.12	27,344.48

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

新英体育是国内领先的体育版权运营商, 版权运营经验丰富, 且为国内体育付费行业先驱, 探索了“免费+付费+增值服务”的差异化服务模式, 是国内体育付费市场的领军企业。通过此次收购, 上市公司版权运营能力将得到极大提升, 帮助公司打通赛事版权和体育媒体平台, 抢占国内体育版权市场主导地位。

图 33: 三方势力强强联合, 综合竞争力领先行业


数据来源: 公开资料, 西南证券整理

2017年, 公司宣布与苏宁体育成立合资公司明诚传播, 展开不少于10年的国际足球赛事版权分销平台合作。新英体育完成收购后, 三方几乎垄断中国体育市场的核心足球赛事版权, 竞争实力处于绝对领先。

公司自从将主营业务延伸至体育产业以来, 通过不断并购整合、与国际巨头的合作实现了体育产业全面布局, 打造了以体育营销为核心、体育经纪、场馆赛事运营、俱乐部管理等为基础的大体育产业集团, 上下游资源强力绑定, 为体育业务发展构筑牢固的物质基础。

3.2 赛事版权矩阵完善, 是公司核心竞争壁垒

公司是国内稀缺的体育版权运营商, 旗下拥有2018/2019赛季英超、2018-2022年欧足联国家队系列赛事、2017/2018-2021/2022赛季西甲联赛、2017/2018-2018/2019第三轮开始的西班牙国王杯(不包括杯赛决赛)全媒体版权, 2021-2028年亚足联相关赛事全媒体版权。近日, 公司拟收购标的的新英体育与爱奇艺达成合作, 爱奇艺拥有的WTA(国际女子网球巡回赛)、ATP世界巡回赛、澳网、中网等赛事的赛事版权也补充进来, 形成包括足球、网球、高尔夫、搏击等顶尖赛事的版权矩阵。

表 4: 全球主流足球赛事核心数据一览

赛事	赛事类别	市场价值 (亿欧元)	受众数量 (亿人)
欧冠	洲际级	117.7	17.0
南美解放者杯	洲际级	10.6	3.8
亚冠	洲际级	5.8	3.7
中北美及加勒比地区金杯赛	洲际级	2.0	3.8
非洲冠军联赛	洲际级	1.3	1.6
英超	国家级	73.0	5.5
西甲	国家级	44.7	4.3
意甲	国家级	40.2	2.1
德甲	国家级	34.1	3.6
法甲	国家级	24.6	2.0

数据来源: 转会市场, 西南证券整理 (标黄为上市公司相关赛事)

亚足联版权潜力大，是公司国际化布局的重要尝试。2018年6月，公司宣布与 Fortis Sports AG 一同中标 2021-2028 年亚足联赛事全球独家商业权益。此次竞标与全球十几家顶尖体育营销公司竞争，公司以准确的市场把握、国内市场的独特定位打破拉加代尔 27 年的版权垄断，是公司国际化布局的重要尝试。

表 5：亚足联系列赛事版权一览

赛事	备注
2023 年、2027 年亚洲杯	包括 2023 年、2017 年亚足联亚洲杯决赛圈所有比赛
2022 年、2026 年世界杯亚洲区预选赛决赛圈	包括 2022 年、2026 年世界杯亚洲区预选赛决赛圈（包括附加赛）所有比赛
亚冠联赛套餐	2021-2028 年亚冠联赛（包括初赛、附加赛、小组赛、淘汰赛和决赛）
亚足联杯套餐	2021-2028 年亚足联杯（包括初赛、附加赛、小组赛、淘汰赛和决赛） 2022 年、2016 年亚足联女子亚洲杯
其他亚足联赛事	2022 年、2024 年、2026 年、2028 年的亚足联 U-19 锦标赛 2022 年、2024 年、2026 年、2028 年的亚足联 U-16 锦标赛 2022 年、2024 年、2026 年、2028 年的亚足联 U-23 锦标赛（2024 年、2028 年赛事分别作为 2024 年、2028 年奥运会足球亚洲区预选赛） 2021 年、2023 年、2025 年、2027 年的亚足联 U-19 女子锦标赛 2021 年、2023 年、2025 年、2027 年的亚足联 U-16 女子锦标赛 2021 年、2023 年、2025 年、2027 年的亚足联五人制足球锦标赛（2024 年、2028 年赛事分别作为 2024 年、2028 年世界五人制足球锦标赛亚洲区预选赛） 2021-2028 年的亚足联五人制足球俱乐部锦标赛 亚足联团结杯决赛圈赛事

数据来源：公司公告，西南证券整理

- **赛事覆盖全面：**亚足联系列赛事权益囊括国家队、俱乐部等不同维度，涵盖了亚洲区域最高竞技水平的足球赛事，共约 2000 多场比赛。
- **长期高度垄断：**该权益为全球独家商业权益，包括全媒体版权、商业赞助权及相关衍生品开发权益，且长期锁定、高度垄断的稀缺资源。
- **市场开发潜力大：**亚洲人口约占全球 60%，是全球足球产业未来最重要组成部分；且比赛开球时间符合国内球迷作息，有中国球队参与具备天然话题性。

我们认为，亚足联相关赛事权益稀缺性强、高度垄断、未来发展潜力巨大，上市公司将享受亚洲足球发展的黄金时期；且该权益来自于全球性竞争，不仅彰显公司出众的体育营销能力，也使公司实现由国内领先体育营销公司向国际型体育营销公司的升级。

公司具备较强的版权获取能力，业务持续性无需担心。我们认为，上游版权方的诉求是赛事传播范围和商业价值的最大化，因此资金实力、运营能力是体育营销公司获取版权最重要的要素。

- **桥接强力资本，资本实力得到扩充。**随着阿里、腾讯等巨头的进入，国内版权市场竞争逐渐激烈起来，公司的资本实力受到市场一定关注。2018 年 8 月，公司接受 IDG 资本等强力资本增资；与爱奇艺达成合作关系，嵌入了百度体育战略之中，资本实力得到大幅提升。

图 34：公司体育业务资本实力实现极大扩充


数据来源：西南证券

- 体育团队具备极强的版权运营能力。**公司是国内体育营销能力最强的团队之一，旗下双刃剑体育顺利完成了 2018 世界杯区域赞助权益销售，促成了雅迪科技等多家国内企业登陆世界杯观众视野。公司同时完成了对 Fortis 团队的引入，该团队拥有长达 20 年的国际足坛营销经验，曾负责欧冠、欧洲杯的版权销售运营，帮助公司成功拿到亚足联赛事权益；而拟收购的新英体育在长达近 10 年的英超版权运营过程中，成功实现英超赛事的广泛覆盖，英超播出时长达到 4768 小时（2014/2015 赛季），观众到达率超 26.7%（2014/2015 赛季），位列五大联赛首位，受英超联盟高度认可。

表 6：新英体育英超版权运营效果出色

推广方式	推广效果
赛事播出	秉持极其开放的心态，与全国 30 余家单位进行合作，包括电视、网站、通信和广播等传播机构，实现英超的全媒体传播 主动与央视合作，使英超重返央视，借助央视平台英超受众得到快速提升
线下活动	2011 年，在中国首次推出英超球星中文大拜年宣传活动，媒体反响热烈 开创首个英超活动《英超零距离》，带领幸运球迷、上广北深媒体记者前往英国，探访英超豪门俱乐部，与英超巨星面对面 把英超奖杯巡展首次引入中国，并成功创办了曼联 19 冠军之旅世界巡展全球首站，参观人数全球第一
球迷服务	推出“让球迷更快乐”策略，全力打造球迷服务平台，未来赛季将向球迷送出千万豪礼，全面提升会员服务。 全面升级线上观赛体验，将会员周期从一个赛季提升为全年 365 天，并且直播中将包含中、英、粤全语种解说，全部场次画质也将升级为高清。为了提供更多服务，特权会员将享受专项网络 CDN 优化及 24 小时客服服务。 丰富多彩的线下观赛体验机会，球迷除了前往新英体育指定观赛酒吧享受特惠服务之外，还有机会在影院享受巨幕观赛
衍生节目	制作 3 档英超专题节目，讲述赛场内外的趣闻、看点，节目与比赛交相辉映，发对英超更多的关注。 推出“我爱英超”系列短片，由著名媒体人苗炜主刀，深挖英超球迷的真实故事，呈现足球背后强大的文化魅力

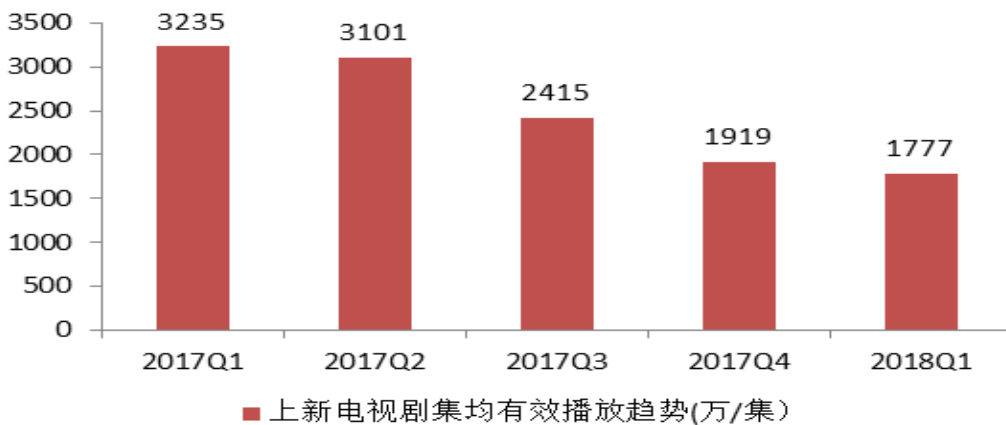
数据来源：西南证券

我们认为，公司是目前国内体育版权储备最强的体育公司之一，且资本实力、运营能力均属行业领先，具备较强版权获取能力，业务持续性有一定保障，核心壁垒相对稳固。

3.3 与爱奇艺强强联合，嵌入百度体育发展战略

影视剧吸引力下滑，体育内容成为新流量入口，C端变现潜力或释放。我们看到影视剧对用户的吸引力在边际下滑，全网连续剧日均有效播放量由2017Q1的3235万/集下滑至2018Q1的1777万/集，网播量总量从480亿减少到420亿，2017年单日播放总量最高30亿，今年仍未能突破20亿单日播放量。而成本来看，2010年热播剧《宫》的网络版权价格仅为35万/集，2017年《如懿传》网络版权价格已达到900万/集，短短7年时间，网络版权价格上涨近25倍。

图 35：电视剧日均有效播放量下滑



数据来源：云和数据，西南证券整理

表 7：国内体育版权签约情况

赛事	购买方	形式	期限	每年均价
NBA	腾讯	数字媒体独播权	5年(2015-2020赛季)	6.5亿元
英超	新英体育	全媒体独家转播权	6年(2013-2019赛季)	1.67亿元
西甲	PPTV	全媒体版权	5年(2015-2020赛季)	3.5亿元
德甲	PPTV	全媒体版权	5年(2018-2023赛季)	5000万美元
欧冠	乐视体育	更多场次+OTT(互联网电视)权益	3年(2018-2021赛季)	6530万元以上
	PPTV	每轮直播2场	3年(2018-2021赛季)	2000万元以上
	新浪	每轮直播2场	3年(2018-2021赛季)	2000万元以上
	腾讯	每轮直播2场	3年(2018-2021赛季)	2000万元以上

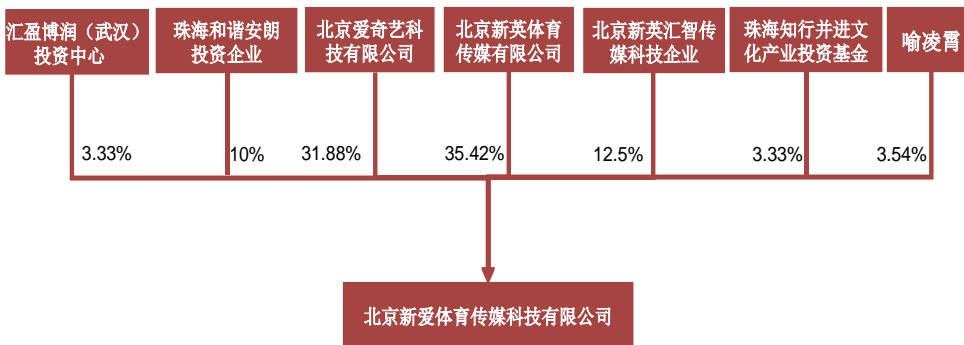
数据来源：西南证券

与影视剧内容相比，体育内容持久性强、受众粘度高、稀缺性强，且其获取成本较影视剧存在一定优势，故而视频平台开始将体育内容作为新的流量入口。优酷斥资16亿元获得2018俄罗斯世界杯媒体权益，世界杯揭幕战拉动优酷移动端新用户增长日环比近160%，整体日活用户环比增长20%左右，世界杯直播观看人数超过1200万，创造优酷平台直播历史新高，决赛当天观看人数达到了2400万。我们相信，随着版权意识的逐步觉醒、用户付费习惯的逐渐养成，体育内容C端变现潜力将得到充分释放。

与爱奇艺强强联合，“顶级赛事版权”+“顶级媒体平台”格局底定。2018年8月，新英体育宣布与爱奇艺达成合作，双方成立合资公司“北京新爱体育传媒科技有限公司”，主营体育视频播出平台运营，双方约定：

- 1) 新英体育原平台与爱奇艺“体育”频道统一更名为“爱奇艺体育”，有新爱体育统一运营，两平台会员体系打通；
- 2) 双方现有赛事版权授权新爱体育使用，保障了播出内容；
- 3) 爱奇艺在流量、广告等方面为新爱体育提供支持，另外爱奇艺网页端“体育”频道及部分移动APP端“体育”频道由新爱体育负责开发运营；
- 4) 新爱体育董事会由六名董事组成，新英传媒有权委派3名、爱奇艺有权委派2名、和谐安朗（有限合伙）有权委派1名董事，董事长由新英传媒委派的董事中产生，且为新爱体育法定代表人。

图 36：新爱体育股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为，与爱奇艺的合作对公司意义重大。

- 1) 如前文所述，双方各自拥有稀缺的赛事版权资源，版权矩阵进一步完善，此处不再赘述。
- 2) 无论从持股比例还是董事会席位设置上，新英体育对新爱体育的运营管理拥有极强的话语权，未来将主导合资公司发展。
- 3) 爱奇艺拥有顶级视频平台流量，可实现对现有赛事版权价值的最大化利用。目前，爱奇艺拥有 6710 万订阅会员（YOY+75%），存在大量的体育视频直播潜在用户，在强大付费人群基数下，公司“顶级赛事版权”+“顶级流量”将产生极强协同效应，公司 2C 端业务潜力将得到充分释放。

表 8: 爱奇艺现有会员将为新爱体育带来至少 142 万会员增量

爱奇艺会用户结构			球迷结构	
年龄段	占比	会员数 (万人)	占比	会员数 (万人)
90 后	68.1%	4570	11.61%	531
80 后	19.0%	1275	39.80%	507
70 后	12.9%	866	43.61%	377
其他	-		4.96%	
合计		6710		1415
具备“球迷”+“爱奇艺付费用户”双重属性用户付费率			转化为新爱体育用户	
	10%			142
	15%			212
	20%			283
	30%			425

数据来源: 艾瑞咨询, 京东研究院, 西南证券整理

- 4) 此次合作是百度体育战略布局重要举措, 借助爱奇艺进入体育版权市场, 公司也借此顺利参与到百度的体育发展战略之中, 基本实现了国内体育版权市场“三分天下有其一”的竞争格局。在未来版权运营过程中, 爱奇艺、百度将为其提供强力支持, 综合竞争力得到显著提升。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 新英体育 9 月开始并表, 体育业务规模快速提升;

假设 2: 爱奇艺带来流量支持, 2C 端变现更进一步, 体育业务毛利率逐步提升;

假设 3: 公司影视业务的毛利率维持在 53% 的水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
影视业务	收入	589.1	795.2	938.4	1079.1
	增速	46.4%	35.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	53.2%	53.0%	53.0%	53.0%
体育业务	收入	319.9	1119.6	1791.3	2149.6
	增速	87.9%	250.0%	60.0%	20.0%
	毛利率	61.3%	53.5%	58.0%	58.0%
其他	收入	3.0	3.6	4.3	5.2

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	185.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	43.0%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	911.9	1918.4	2734.0	3233.9
	增速	60.3%	110.4%	42.5%	18.3%
	毛利率	56.0%	53.3%	56.3%	56.3%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

由于公司业务板块分属不同行业, 我们采用分部估值法进行预测。

1) 体育板块:

我们选取金陵体育、力盛赛车和中体产业作为可比公司, 2018 年 PE 均值为 37.14, 我们给予公司体育板块 38 倍估值。

表 10: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300651.SZ	金陵体育	37.60	0.58	0.84	1.27	56.75	44.57	29.56
002858.SZ	力盛赛车	14.50	0.65	0.39	0.49	60.28	37.06	29.90
600158.SH	中体产业	8.69	0.07	0.29	0.34	149.25	29.79	25.49
中值						60.28	37.06	29.56
均值						88.76	37.14	28.32

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2018.8.24)

2) 影视板块:

我们选取华策影视、慈文传媒、幸福蓝海作为影视板块可比公司, 2018 年 PE 均值为 16.80, 我们给予公司影视板块 17 倍估值。

表 11: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300133.SZ	华策影视	9.11	0.36	0.44	0.56	30.24	21.09	16.65
002343.SZ	慈文传媒	12.26	1.20	1.16	1.40	29.58	10.80	8.96
300528.SZ	幸福蓝海	9.44	0.30	0.52	0.60	44.00	18.50	16.04
中值						30.24	18.50	16.04
均值						34.61	16.80	13.89

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2018.8.24)

表 12: 公司整体估值

板块分类	2018 预计毛利润 (百万元)	2018 预计净利润 (百万元)	PE	市值 (百万元)
体育板块	599.0	179	38	6802.0
影视板块	421.5	125	17	2125.0
合计				8927.0

数据来源: 西南证券

通过分业务测算, 我们估算公司 2018 年对应市值为 89.3 亿元, 公司总股本为 4.87 亿股, 对应股价为 18.33 元/股, 相当于 30 倍估值, 维持“买入”评级。

5 风险提示

体育政策发生重大改变的风险, 业务整合或不及预期的风险, 赛事版权获取或不及预期的风险, 融资成本上行的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	911.94	1918.41	2734.02	3233.90	净利润	148.67	353.53	635.13	786.84
营业成本	401.47	896.34	1195.77	1412.87	折旧与摊销	9.13	8.63	8.63	8.63
营业税金及附加	4.10	9.95	13.92	16.24	财务费用	94.00	188.57	230.38	268.12
销售费用	14.75	32.61	43.74	51.74	资产减值损失	68.64	45.00	45.00	45.00
管理费用	162.75	326.13	437.44	485.09	经营营运资本变动	-1019.52	-2561.75	-1876.58	-1282.59
财务费用	94.00	188.57	230.38	268.12	其他	-128.21	-62.69	-60.54	-63.71
资产减值损失	68.64	45.00	45.00	45.00	经营活动现金流净额	-827.30	-2028.71	-1017.98	-237.70
投资收益	11.74	20.00	20.00	20.00	资本支出	-131.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.73	-2.31	-2.46	-2.29	其他	73.44	17.69	17.54	17.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-58.04	17.69	17.54	17.71
营业利润	191.86	437.49	785.31	972.55	短期借款	301.68	2121.97	1373.19	651.79
其他非经营损益	-1.51	-1.04	-1.19	-1.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	190.35	436.46	784.11	971.41	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	41.68	82.93	148.98	184.57	支付股利	0.00	-25.63	-60.81	-113.69
净利润	148.67	353.53	635.13	786.84	其他	812.65	-453.81	-230.38	-268.12
少数股东损益	20.54	49.49	66.69	102.29	筹资活动现金流净额	1114.33	1642.54	1082.00	269.98
归属母公司股东净利润	128.13	304.03	568.44	684.55	现金流量净额	234.25	-368.49	81.56	49.99
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	560.33	191.84	273.40	323.39	成长能力				
应收和预付款项	1378.85	2733.65	3882.86	4626.52	销售收入增长率	60.26%	110.37%	42.51%	18.28%
存货	1247.14	2784.41	3712.55	4387.95	营业利润增长率	20.59%	128.03%	79.50%	23.84%
其他流动资产	82.96	174.51	248.70	294.17	净利润增长率	1.15%	137.79%	79.65%	23.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	48.33%	115.16%	61.39%	21.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	28.89	27.47	26.05	24.63	毛利率	55.98%	53.28%	56.26%	56.31%
无形资产和开发支出	1573.16	1572.91	1572.65	1572.40	三费率	29.77%	28.53%	26.03%	24.89%
其他非流动资产	254.89	247.94	240.99	234.03	净利率	16.30%	18.43%	23.23%	24.33%
资产总计	5126.21	7732.72	9957.20	11463.09	ROE	5.41%	11.56%	17.48%	18.27%
短期借款	591.68	2713.65	4086.84	4738.63	ROA	2.90%	4.57%	6.38%	6.86%
应付和预收款项	267.89	608.16	835.74	980.88	ROIC	6.89%	10.43%	11.48%	11.41%
长期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	EBITDA/销售收入	32.35%	33.08%	37.47%	38.63%
其他负债	1320.69	1152.30	1201.68	1237.49	营运能力				
负债合计	2380.26	4674.11	6324.26	7157.00	总资产周转率	0.21	0.30	0.31	0.30
股本	487.18	487.18	487.18	487.18	固定资产周转率	69.63	110.22	171.06	222.10
资本公积	1690.90	1690.90	1690.90	1690.90	应收账款周转率	1.21	1.32	1.17	1.07
留存收益	330.29	608.70	1116.34	1687.20	存货周转率	0.41	0.44	0.37	0.35
归属母公司股东权益	2523.61	2786.78	3294.42	3865.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	51.89%	—	—	—
少数股东权益	222.34	271.83	338.52	440.81	资本结构				
股东权益合计	2745.95	3058.61	3632.94	4306.09	资产负债率	46.43%	60.45%	63.51%	62.44%
负债和股东权益合计	5126.21	7732.72	9957.20	11463.09	带息债务/总负债	49.93%	70.82%	74.06%	74.55%
					流动比率	2.78	1.70	1.59	1.62
					速动比率	1.72	0.89	0.86	0.88
					股利支付率	0.00%	8.43%	10.70%	16.61%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.62	1.17	1.41
					每股净资产	5.18	5.72	6.76	7.93
					每股经营现金	-1.70	-4.16	-2.09	-0.49
					每股股利	0.00	0.05	0.12	0.23
业绩和估值指标									
EBITDA	294.98	634.69	1024.32	1249.30					
PE	43.65	18.40	9.84	8.17					
PB	2.22	2.01	1.70	1.45					
PS	6.13	2.92	2.05	1.73					
EV/EBITDA	21.31	13.43	9.58	8.34					
股息率	0.00%	0.46%	1.09%	2.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn