

# 锁定顶级资源合作，发力体育视频付费

——当代明诚（600136）深度报告（二）



## 核心观点

### ❖ 国内领先的集影视、体育和文化产业为一体的公司

公司锁定大文化战略，通过一系列重组和资产剥离，目前已成为中国领先的文化、体育和娱乐业上市公司，建立了“影视+体育”的双主业模式。

### ❖ 锁定顶级 IP 长期合作，跻身全球领先的体育服务公司

通过竞标、收购等形式，公司锁定了与亚足联、欧足联、西甲、英超等顶级体育 IP 在中国地区甚至全球范围内的媒体、赞助等商业权益。资源的升级与扩张不仅确保了公司未来 5-10 年的稳定现金流及利润，同时还提升了公司在全球市场的地位和竞争力，加速推动公司向体育产业整体方案解决者的进化。

### ❖ 收购新英强化版权运营，联手爱奇艺发力体育付费

收购新英体育不仅将增厚公司业绩，还将强化公司在体育版权运营领域的竞争力。同时，借助新英体育与爱奇艺的深度合作，公司将建立自身在 C 端体育赛事付费市场中的优势地位，长期将受益于体育赛事付费订阅的用户数量和消费额度的持续增长而实现高速增长，成为国内重要的互联网体育视频平台之一。

### ❖ 顶尖投资机构助力公司快速扩张

通过引入 IDG、华人文化、红杉资本、曜为资本等实力雄厚且深度布局体育产业的投资机构，公司不仅进一步拓宽了自身的融资渠道，还有望与投资方旗下多个体育细分领域的标的资产（体育赛事、俱乐部、场馆运营、运动健身、数据博彩、电子竞技、媒体社区等）形成协同与合作，从而推动体育业务的增长。

### ❖ 维持“增持”评级

尽管新英体育于 9 月并表增厚公司业绩，但考虑到并购融资产生的较高财务费用，预计公司 2018-2020 年营业收入为 18.01、23.52、29.41 亿元，归属母公司净利润分别为 1.76、2.17 和 2.72 亿元，EPS 为 0.36、0.45、0.56 元/股，对应 PE 为 23、19、15 倍。从长期发展看，公司在 B 端锁定了与全球顶级 IP 的长期合作，在 C 端联手爱奇艺探索体育付费市场，在资本端吸引了多家机构的支持。我们看好公司在体育板块的资源储备和业务布局，维持“增持”评级。

### ❖ 风险提示：体育产业发展不及预期；体育观赛付费市场不及预期等。

#### 盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	912	1801	2352	2941
+/-%	60%	98%	31%	25%
归属母公司净利润(百万)	128	176	217	272
+/-%	5%	38%	23%	25%
EPS(元)	0.26	0.36	0.45	0.56
PE	31.51	22.91	18.57	14.83

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	文化娱乐/休闲
报告时间	2019/1/20
前收盘价	8.29 元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

尤鑫

证书编号：S1100519010001

021-68595231

youxin@cczq.com

## 📄 川财研究所

**北京** 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

**上海** 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

**深圳** 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

**成都** 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、中国领先的集影视、体育和文化产业为一体的公司.....	5
1.1 发展历程：转型文化产业，建立影视+体育双主业.....	5
1.2 经营数据：多项目顺利推进，2018 年表现突出.....	5
二、锁定顶级 IP 长期合作，跻身亚洲领先的体育服务公司.....	8
2.1 IP：体育产业的核心，高稀缺性和低投资性促使合作优先.....	8
2.1.1 IP 是体育产业的核心，具有高稀缺性和低投资性的特点.....	8
2.1.2 与体育 IP 合作，媒体转播和商业赞助是核心权益.....	9
2.2 从资源撮合商向体育产业整体方案解决者升级.....	10
2.2.1 早期：采取以销定产模式，作为资源撮合商起步.....	10
2.2.2 发展：锁定多项权益，向体育产业整体方案解决者升级.....	11
2.3 重点资源详解：亚足联全球独家商业权益.....	12
2.3.1 中标亚足联独家权益，跻身亚洲领先的体育中介服务公司.....	12
2.3.2 当前为拉加代尔独家运营，每年收入约 7000 万欧元.....	13
2.3.3 赛事升级推动收入全方位增长，中国市场最具发展潜力.....	15
三、收购新英强化版权运营，联手爱奇艺发力体育付费.....	16
3.1 收购新英增厚公司业绩，打造体育版权运营平台.....	16
3.2 与爱奇艺强强联手，共同探索 C 端体育付费市场.....	18
3.2.1 联手爱奇艺，打造国内重要的互联网体育视频平台——爱奇艺体育.....	18
3.2.2 海外：体育付费发展成熟，用户数与 ARPU 值相对较高.....	20
3.2.3 国内：网络视频付费崛起推动体育视频付费增长.....	21
四、顶尖投资机构助力公司快速扩张.....	24
五、盈利预测与估值.....	26
风险提示.....	27
盈利预测.....	28

## 图表目录

图 1:	公司的转型历程.....	5
图 2:	公司的业务结构: 影视+体育.....	5
图 3:	营业收入规模及增速 (亿元) .....	6
图 4:	归属母公司股东净利润及增速 (亿元) .....	6
图 5:	影视板块的营业收入结构.....	6
图 6:	体育板块的营业收入结构.....	6
图 7:	毛利率保持稳定, 18H1 因世界杯下跌 .....	7
图 8:	期间费用以管理费用和财务费用为主.....	7
图 9:	主要控股公司的营业收入占比.....	7
图 10:	双刃剑和强视传媒的业绩承诺完成情况.....	7
图 11:	体育产业围绕着 IP 展开 .....	8
图 12:	部分国际赛事 IP 的可投资性和发展时间.....	9
图 13:	体育 IP 的主要商业权益 .....	10
图 14:	媒体转播和商业赞助占比较大.....	10
图 15:	早期商业模式: 资源撮合为主.....	10
图 16:	奥运项目的收入 (万美元) 和毛利率.....	10
图 17:	世界杯亚洲区独家市场销售代理.....	11
图 18:	世界杯核心资源价值高.....	11
图 19:	当代明诚的主要 IP 资源情况.....	12
图 20:	亚足联商业权益的运营结构.....	13
图 21:	亚足联 2021-2018 周期的主要赛事 .....	13
图 22:	拉加代尔的亚太区收入数据 (百万欧元) .....	14
图 23:	亚足联商业权益的收入结构.....	14
图 24:	亚足联现有的媒体版权分销情况.....	14
图 25:	亚足联现有的商业赞助体系.....	14
图 26:	新平台参与竞标推动版权价格增长.....	15
图 27:	虚拟广告技术 .....	15
图 28:	CCTV5 全部赛事收视 TOP10 (2017) .....	16
图 29:	CCTV5 足球赛事收视前十 (2014-2017) .....	16
图 30:	新英体育的商业模式 (版权方图标仅为演示说明, 不一定存在与新英合作) ...	16
图 31:	主要足球赛事的版权收入 (百万英镑) .....	17
图 32:	主要足球联赛的社交影响力 (2016/17) .....	17
图 33:	2016 年欧洲杯的商业影响力.....	17
图 34:	欧洲杯赞助价值-海信 .....	17
图 35:	新英体育的收入和利润 (亿元) .....	18
图 36:	新英体育收入结构 .....	18
图 37:	新爱体育的版权资源整合 (虚线代表潜在权益, 亚洲杯图标为示意图) .....	19
图 38:	爱奇艺和新英体育付费用户数据 (万人) .....	19
图 39:	爱奇艺和新英体育的广告收入 (亿元) .....	19
图 40:	ESPN 的订阅家庭数量 (百万) .....	20
图 41:	ESPN 的收入结构.....	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42:	英国电视转播行业的收入结构.....	21
图 43:	天空电视的收入结构 (2017) .....	21
图 44:	中国网络视频用户规模和使用率.....	21
图 45:	中国网络视频行业各业务收入比例.....	21
图 46:	中国网络视频付费市场用户规模.....	22
图 47:	中国网络视频付费市场收入规模.....	22
图 48:	中国视频网民付费用户比例 (调研) .....	22
图 49:	付费用户月支出增长.....	22
图 50:	网络视频付费用户愿意为之付费的内容.....	23
图 51:	体育节目在网络视频中更受欢迎.....	23
图 52:	新英体育会员稳定增长 (万人) .....	23
图 53:	优酷通过世界杯实现快速提升.....	23
图 54:	收购兼并推动体育中介服务公司的快速扩张.....	24
图 55:	明诚体育和新爱体育的融资与估值.....	25
图 56:	当代明诚合作投资机构的体育资产.....	25
表格 1.	亚足联权益的商业意义.....	13
表格 2.	当代明诚盈利预测假设 (单位: 百万元) .....	26
表格 3.	可比上市公司盈利预测及估值表 (以 2019 年 1 月 18 日收盘数据测算) .....	27

## 一、中国领先的集影视、体育和文化产业为一体的公司

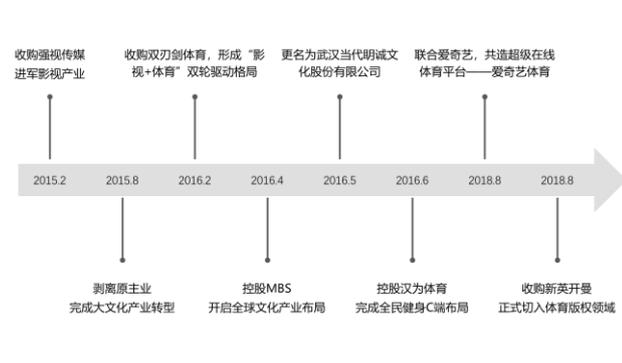
### 1.1 发展历程：转型文化产业，建立影视+体育双主业

当代明诚成立于 1992 年，公司曾是一家以磷矿石贸易、学生公寓的租赁及运营管理、房地产销售服务为主营业务的企业。2014 年，公司启动了产业方向的重大战略转型，将企业的未来发展方向锁定在成长性较好且发展前景广阔的文化产业。经过近年来一系列收购重组和资产剥离，目前公司已经成为中国领先的文化、体育和娱乐业上市公司，建立了“影视+体育”的双主业：

在影视板块，公司以强视传媒、当代时光为龙头，围绕“精品剧制作”，吸引顶级制作团队和优秀艺人资源，精准把握市场动向，布局影视剧制作、艺人经纪、影院管理、影视营销等业务板块，通过平台化的集聚效应，基本实现影视工业化生产，已向中国各级电视台及海外提供了超过 1500 集电视剧。

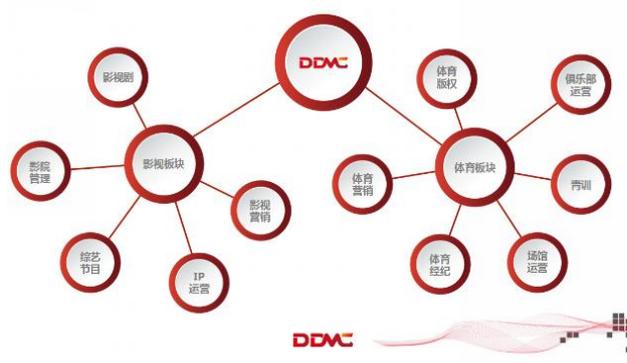
在体育板块，公司以当代明诚体育集团为控股平台，管理体育营销公司双刃剑体育，控股欧洲体育经纪公司 MBS、全民健身运营商汉为体育和足球青训机构郝海东体育，参股足球俱乐部产业生态集群当代明诚足球俱乐部管理公司和版权分销合作平台明诚传播。2018 年 8 月 31 日，公司顺利完成了对新英体育收购，将开拓版权运营和体育媒体转播领域，负责爱奇艺体育视频平台的运营。

图 1：公司的转型历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 2：公司的业务结构：影视+体育



资料来源：公司官网，川财证券研究所

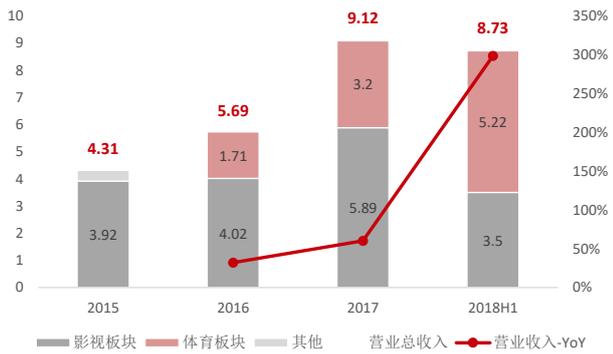
### 1.2 经营数据：多项目顺利推进，2018 年表现突出

业绩持续稳定增长，2018 年表现突出。2017 年，公司实现营业收入 9.12 亿元，同比增涨 31.98%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.28 亿元，同比增涨 4.9%。2018 年前三季度，公司实现营业收入 13.35 亿元，同比增涨 225.58%；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

实现归属于母公司所有者的净利润 1.30 亿元，同比增长 160.03%。公司前三季度业绩的高速增长主要受益于上半年世界杯亚洲区域赞助商代理权销售和电视剧《猎毒人》完成电视台及网络销售以及新英开曼从 9 月开始纳入公司合并报表范围所致。

图 3： 营业收入规模及增速（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

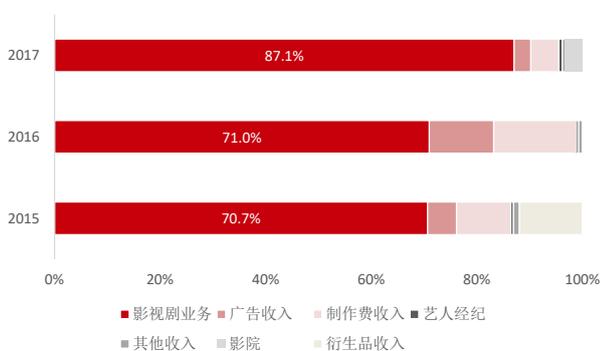
图 4： 归属母公司股东净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

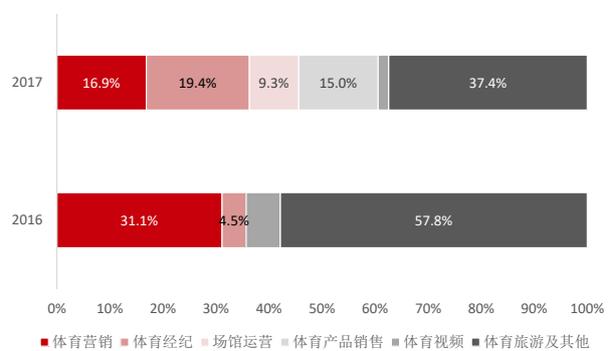
影视板块稳定增长，体育板块多元化发展。在影视板块中，公司主要以电视剧收入为主，占比超过 70%，其余辅以产业链中相关的广告、艺人经纪和制作费等收入。在体育板块中，因公司处于扩张阶段，收入结构呈多元化发展。其中体育营销、体育旅游及其他等收入主要来自于双刃剑体育，体育经纪来自于耐丝国际，场馆运营和体育产品销售主要来自于汉为体育。同时，随着公司对新英体育的收入，未来将会新增版权分销和视频付费等收入内容。

图 5： 影视板块的营业收入结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 体育板块的营业收入结构



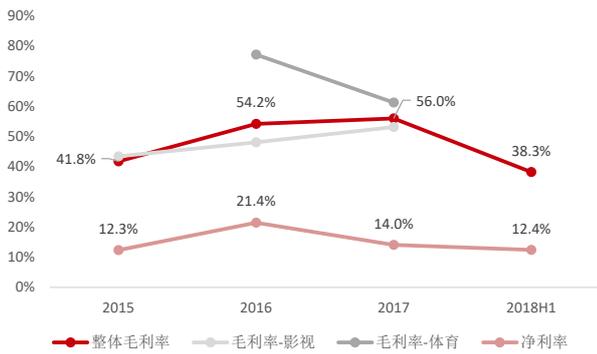
资料来源：Wind，川财证券研究所

毛利率有所下滑，财务保持稳定。毛利率方面，公司整体保持稳定，其中影视

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

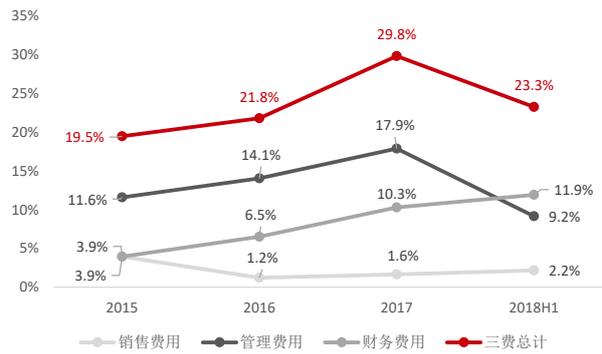
业务保持受益于精品剧的发展，小幅提升；体育业务因业务模式和项目内容的扩张导致有所下滑。18H1 大幅下滑主要因为公司世界杯独家销售代理权成本较高所致。期间费用方面，因公司规模业务的持续扩张，管理费用保持稳定增长。同时为了支付收购新英体育股价对价款，公司近期的融资较多，2017 年起财务费用涨幅较大。

图 7： 毛利率保持稳定，18H1 因世界杯下跌



资料来源：Wind，川财证券研究所

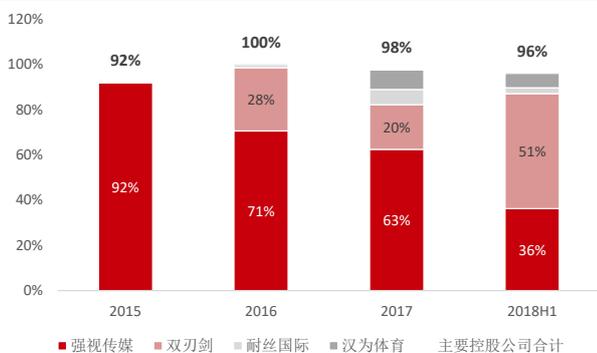
图 8： 期间费用以管理费用和财务费用为主



资料来源：Wind，川财证券研究所

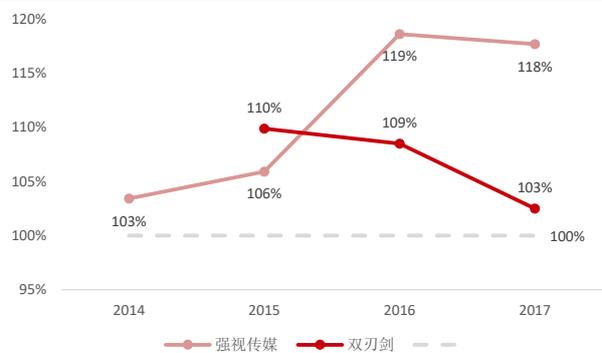
主要控股公司表现稳定，业绩承诺完成顺利。作为控股平台，上市公司的转型依赖于对相关公司收购。从收入角度看，公司通过收购并主要控股的强视传媒、双刃剑、耐丝国际和汉为体育四家公司贡献了公司近 100% 的营业收入。在业绩承诺完成方面，强视传媒（2015 年 2 月并表）已经顺利完成了三年的业绩承诺。双刃剑体育（2016 年 2 月并表）同样顺利完成了前 2 年的业绩承诺，同时有望受益于世界杯权益的销售增长实现 2018 年业绩承诺。

图 9： 主要控股公司的营业收入占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10： 双刃剑和强视传媒的业绩承诺完成情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 二、锁定顶级 IP 长期合作，跻身亚洲领先的体育服务公司

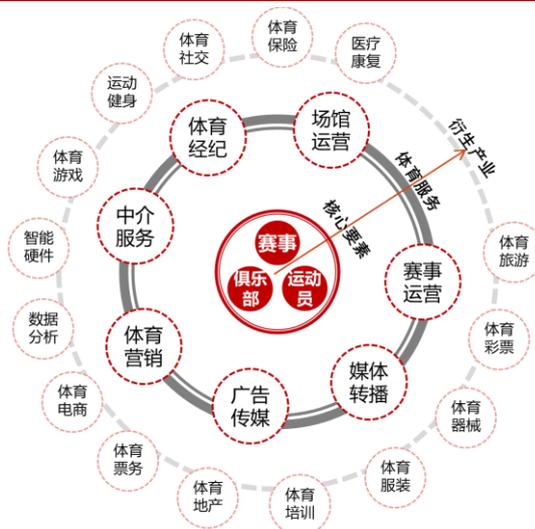
### 2.1 IP：体育产业的核心，高稀缺性和低投资性促使合作优先

#### 2.1.1 IP 是体育产业的核心，具有高稀缺性和低投资性的特点

**IP 是体育产业的核心。**在体育产业中，IP 是体育产业的核心要素。体育 IP 通过持续输出高质量的内容，并借助体育服务公司提供的赛事运营、体育营销、媒体转播等全方位服务，与体育市场的商业（B 端）和消费（C 端）的连接，从而不断扩大其商业价值和市场影响力。同时，围绕着核心体育产业还逐渐形成了庞大的衍生行业，具体包括了体育用品、体育彩票、体育硬件、体育旅游、体育票务等行业。

一般来说，体育 IP 可以分为赛事、俱乐部和运动员，而赛事又因包括了俱乐部和运动员，具有相对更大的影响力和商业价值。围绕着这三个维度，体育产业包含了了实物性、观赏性、参与性消费，横跨传媒、服务、用品等行业。

图 11：体育产业围绕着 IP 展开



资料来源：川财证券研究所

**体育 IP 具有高稀缺性。**通过对全球顶级的体育赛事、俱乐部等分析来看，体育 IP 均具有高稀缺性，具体体现在 2 个方面：

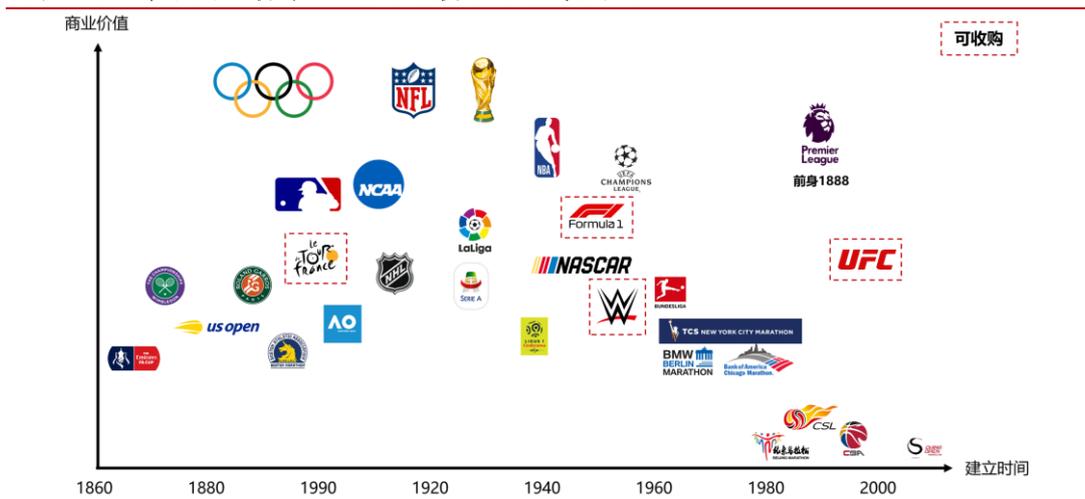
**培育时间长：**体育 IP 的成长依赖于运动项目的普及、赛事质量的提升、运营经验的积累、商业开发的成熟、IP 影响力的沉淀和扩散等方面，这些因素决定了赛事从举办开始到成为品牌需要时间的积累。从下图可以看到，目前具有较高商业价值的顶级 IP，如奥运会、世界杯、F1、欧洲五大联赛、北美四大

联赛等赛事以及湖人、曼联等俱乐部，基本均成立于1950年以前，经历了数十年甚至上百年的培育发展。

**相对垄断性：**在某个细分领域（运动项目、地理区域等）中，随着单个IP的稳定成长并逐渐品牌化，该IP将有望吸引到更多的商业、媒体、资本等多方面资源，从而不断提升IP的质量并扩大自身的影响力，进而进一步吸引更多的资源。因此，在已经形成特定IP的领域中，新IP成长的空间较小，已有IP具有较大的垄断效应。

**同时，体育IP具有低投资性。**具有较高商业价值的顶级IP或赛事主要来自于国际性的体育组织（国际足联、国际奥委会）或者部分运动的联赛/联盟组织（NBA、英超等），这类IP大多属于非营利性组织和俱乐部掌握所属权的联盟，无法被个体企业收购。市场上一般只有体育俱乐部和少数由公司创立并运营的赛事IP可以被收购。总的来说，市场上可供收购的高价值体育IP相对稀缺。

图 12：部分国际赛事 IP 的可投资性和发展时间



资料来源：川财证券研究所

### 2.1.2 与体育 IP 合作，媒体转播和商业赞助是核心权益

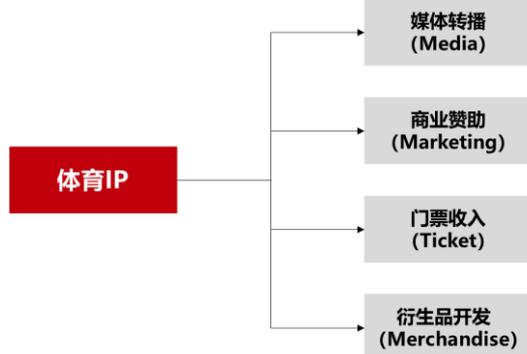
鉴于IP在体育产业中的核心地位以及其具有的高稀缺性和低投资性的特点，与顶级的体育IP进行合作成为了体育产业公司业务的重要开展方向，因此体育IP的相关商业权益成为了体育产业公司竞争的重要资源。

一般来说，体育IP的商业权益可以分成四类：媒体转播权（Media）、商业赞助权（Marketing）、门票收益（Gate Revenue/Tickets）以及衍生品开发及其他权益（Merchandise）。在产业的发展早期，门票收入是体育IP的核心收入，不过随着近年来媒体行业的快速发展和体育IP的全球化扩张，媒体转播和商

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

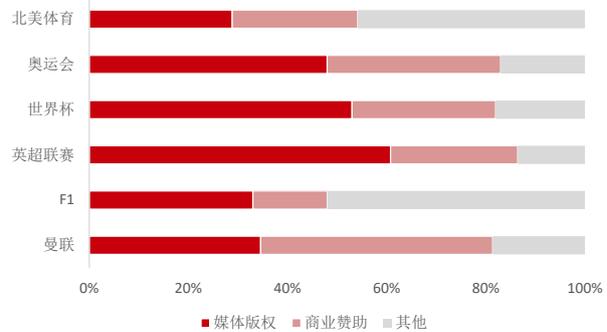
业赞助成为了当今体育 IP 的核心收入，合计占体育 IP 总收入的 50%-80%。目前，这类的商业权益大多被 IP 官方的运营机构或其授权的个别全球顶尖体育服务公司垄断。

图 13：体育 IP 的主要商业权益



资料来源：川财证券研究所

图 14：媒体转播和商业赞助占比较大



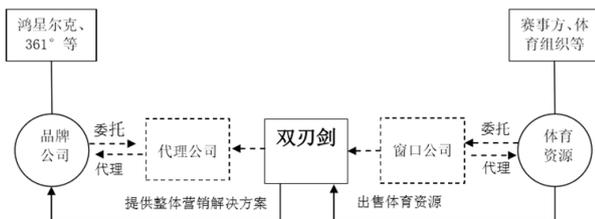
资料来源：Pwc, FIFA, IOC, Deloitte, 川财证券研究所

## 2.2 从资源撮合商向体育产业整体方案解决者升级

### 2.2.1 早期：采取以销定产模式，作为资源撮合商起步

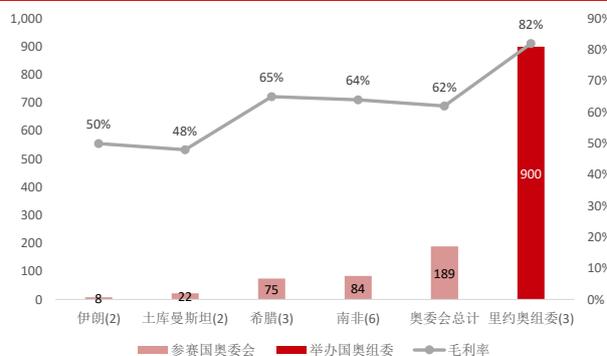
2016 年，通过收购双刃剑体育，当代明诚正式切入体育产业。受限于自身的实力和市场影响力，双刃剑在发展初期更多还是处于资源撮合商的地位：在合作形式上，公司采取“以销定产”的模式，即在与客户确定销售意向或合同后，再向上游资源方购买所需的赞助权益、广告席位及体育版权，主要依赖于客户的需求；在资源采购方面，公司采购的大部分体育 IP 资源在覆盖区域、持续周期、商业价值等均相对较弱，且部分资源并非是与体育 IP 直接合作，而是需要向拥有体育 IP 商业权益的其他体育中介服务公司采购。

图 15：早期商业模式：资源撮合为主



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 16：奥运项目的收入（万美元）和毛利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所 备注：括号内为合约年数

不过随着业务的持续拓展，双刃剑与多个全球顶级的 IP 或赛事资源方形成了初步合作，具体包括了国际奥组委、NBA、西甲、英超、ATP、WTA、澳网、中网、上海劳力士大师赛等。其中奥运营销是公司发展的重要战略，公司曾先后帮助多家国内企业赞助了奥运参赛国的代表团，并在 2016 年帮助 361 度成为了里约奥运会官方赞助商，不仅实现了从奥运赛事赞助外围走向核心的里程碑式的跨越，还大幅提升了自身业务的收入规模和毛利率水平。

### 2.2.2 发展：锁定多项权益，向体育产业整体方案解决者升级

为了进一步提升自身在行业的地位和能力，拓展产业链的广度与深度，加强产业平台的辐射半径、整合范围，在“集团化、平台化、国际化”的发展思路下，当代明诚不断向产业链核心资源延伸，积极竞争行业顶级 IP 的资源权益：

2017 年 7 月，公司启动了对赛事版权运营公司—新英体育的并购工作，不仅切入产业链上游资源端，同时扩充了自身的业务服务和客户群体。

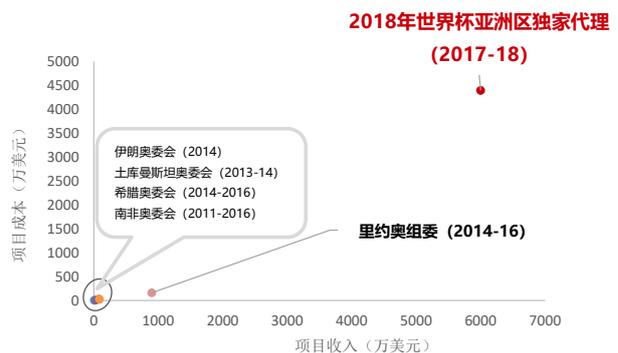
2017 年 11 月，公司与国际足联签署了《2018 俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理合同》，成为了国际足联 2018 年世界杯第三等级商业赞助权益的亚洲区独家代理，并最终帮助雅迪、指点艺境、帝牌三家中国企业与国际足联达成合作。相比于此前里约奥运项目与举办国奥组委的合作（而非国际奥委会），本次的世界杯项目公司直接与国际足联签署合作，进一步切入了国际体育产业的核心资源。该权益最终为公司带来了 6000 万美元的收入（2000 万/家），远高于此前任何的奥运赞助项目。

图 17：世界杯亚洲区独家市场销售代理



资料来源：国际足联官网，川财证券研究所

图 18：世界杯核心资源价值高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2018 年，公司继续加大对核心体育资源的争夺，并收获了多项重要权益：

- 1) 亚足联：2021-2028 年亚足联赛事全球独家商业权益；

- 2) 西甲：中国地区（含澳门、台湾，不含香港）共计 5 个赛季的西甲全媒体版权（2017/18-2021/22）和 2 个赛季的国王杯版权（2017/18、2018/19）；
- 3) 英超：2013/14-2018/19 赛季英超联赛中国大陆和澳门地区的全媒体版权
- 4) 欧足联：2018-2022 年欧足联国家队赛事的中国大陆地区的数字媒体权和全球赞助权；

图 19：当代明诚的主要 IP 资源情况

赛事	平台	权益类别	权益区域	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FIFA-世界杯	央视	全媒体	中国大陆												
	当代明诚	商业赞助	亚洲区												
UEFA-国家队	央视	电视	中国大陆												
	新英体育	新媒体	中国大陆												
UEFA-俱乐部	新英体育	商业赞助	中国大陆												
	PP体育	全媒体	中国大陆												
AFC-全部赛事	当代明诚	媒体版权	全球												
	当代明诚	商业赞助	全球												
英超	新英体育	全媒体	中国大陆+												
	PP体育	全媒体	中国大陆+												
西甲	当代明诚	全媒体	中国大陆+												
德甲	PP体育	全媒体	中国大陆+												
意甲	IMG	全媒体	海外地区												
法甲	央视	电视	中国大陆+												
	PP体育	新媒体	中国大陆+												
中超	体奥动力	全媒体	全球												
NBA	腾讯体育	数字媒体	中国大陆												

资料来源：公司公告，公开新闻报道，川财证券研究所

通过锁定顶级体育 IP 在中国地区甚至全球范围内的媒体、赞助等商业权益，公司不仅将进一步提升自身在体育行业中的地位及市场竞争力，还将确保自身体育业务在未来 5-10 年的稳定现金流及利润来源。同时，资源的升级和扩张也将推动公司的服务从资源撮合商向体育产业整体方案解决者的进化，并推动公司服务的客户逐步产生量和质的转变。

## 2.3 重点资源详解：亚足联全球独家商业权益

### 2.3.1 中标亚足联独家权益，跻身亚洲领先的体育中介服务公司

2018 年 6 月，公司公告称旗下全资子公司当代明诚体育国际有限公司联手 Fortis AG 在 2021-2028 年亚足联赛事全球独家商业权益的招标项目中中标。该权益包括亚洲杯、世界杯亚洲区资格赛、亚冠联赛、足协杯等亚足联旗下 2021-2028 年全部赛事的赞助权及版权。

图 20： 亚足联商业权益的运营结构



资料来源：川财证券研究所

图 21： 亚足联 2021-2018 周期的主要赛事



资料来源：亚足联官网，川财证券研究所

从权益内容看，本次权益具有自主性、全球性、全面性、长期性等特点，具有极大的商业价值，锁定了公司未来 8-10 年的发展动力。从行业竞争角度看：通过在招标中击败包括 IMG、Infront、MP&Silva、Mediapro、拉加代尔、电通等多家全球领先的体育中介服务机构而赢得亚足联权益，公司打破了拉加代尔体育对该项权益长达 27 年的垄断，并进一步证明了自身在国际市场的竞争力，成功跻身亚洲范围甚至世界范围领先的体育中介服务公司。

表格 1. 亚足联权益的商业意义

项目	项目
自主性	明诚体育国际及 Fortis AG 在获得亚足联认可的基础上，将可根据实际情况对销售策略、权益设计以及市场营销等自行设计方案并予以实施。
全球化	不同于国内公司专注于中国地区的体育 IP 相关权益，本次亚足联权益是全球的商业权益，需要公司不仅仅在中国地区运作，还需要公司在亚洲以及欧洲、美洲等全球其他地区进行开发运作。
全面性	相比于传统的单一媒体权益、或者赞助权益、或者票务款待等权益，本次的亚足联权益是亚足联旗下赛事的所有商业权益，既包括了争夺激烈的媒体、营销权益，同时还包括了细分的票务、款待、旅游等各类权益吧
期限长	相比于国内市场目前权益的单次或者 3 年左右的特点，本次权益时间较长，给予了公司长期合作的签订保证了 IP 运营的稳定性，对于体育中介服务公司来说，公司敢于针对该 IP 进行前期的大规模投入，以期后续获得收益；对于赞助商来说，锁定一定期限的合作保证了公司营销策略的连续性。

资料来源：川财证券研究所

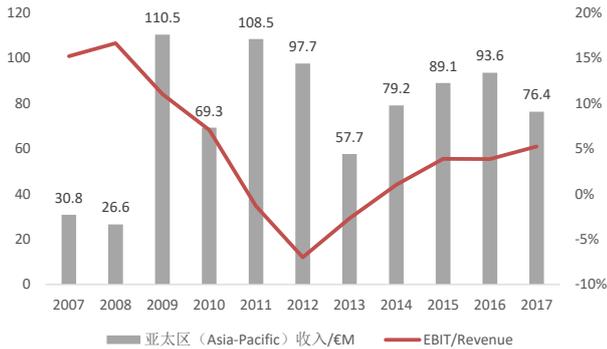
### 2.3.2 当前为拉加代尔独家运营，每年收入约 7000 万欧元

拉加代尔体育娱乐（Lagardere Sports and Entertainment）是当前亚足联独家商业权益的独家代理机构，该公司通过 2008 年对世界体育集团（World Sport Group）的收购获得了亚足联的独家商业权益，并于 2009 年实现了 2013-2020 周期的续约合作，而 WSG 集团早在 1993 年就开始了与亚足联的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

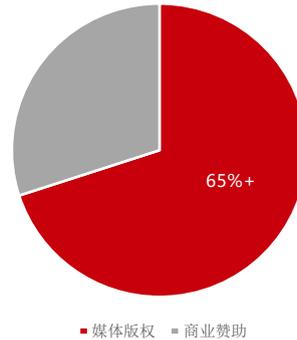
商业合作。根据拉加代尔的年报数据显示，拉加代尔体育娱乐 2013-2017 年在亚太区实现营业收入分别为 0.58/0.79/0.89/0.94/0.76 亿欧元，平均约 0.79 亿欧元。假设亚足联权益收入的占比约 90%，则亚足联权益每年约为 0.71 亿欧元。

图 22：拉加代尔的亚太区收入数据（百万欧元）



资料来源：公司年报，川财证券研究所

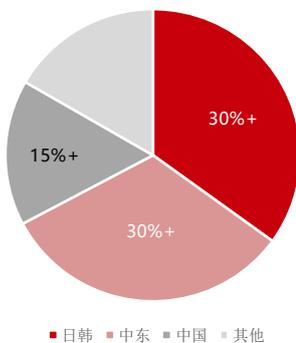
图 23：亚足联商业权益的收入结构



资料来源：川财证券研究所

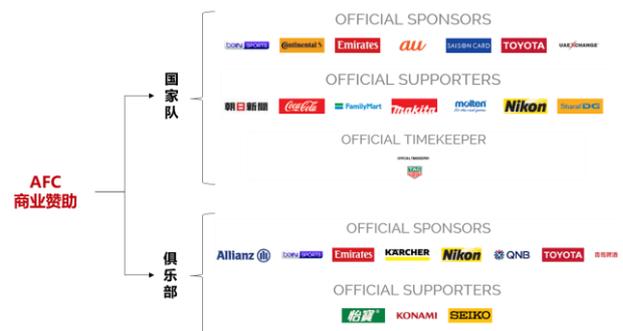
根据相关媒体报道，目前亚足联的收入中，媒体版权占总收入约 65%，赞助权益占总收入的 35%。在媒体版权方面，亚洲是版权销售的核心区域，其中中国、日韩以及中东等地区的版权收入相对较高。在商业赞助方面，现有的赞助体系分为国家队赛事和俱乐部赛事两个体系，每个体系中分为官方赞助商和官方支持商两个等级。目前亚足联全部的商业合作伙伴共计 22 家，其中日本品牌贡献达 10 家，中国品牌仅青岛啤酒和怡宝饮料两家。

图 24：亚足联现有的媒体版权分销情况



资料来源：亚足联官网，川财证券研究所

图 25：亚足联现有的商业赞助体系



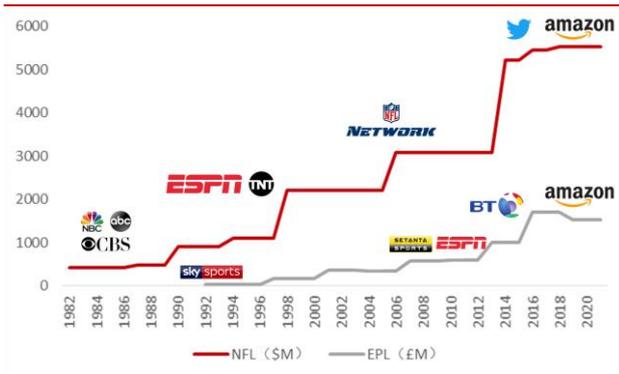
资料来源：亚足联官网，川财证券研究所

### 2.3.3 赛事升级推动收入全方位增长，中国市场最具发展潜力

亚洲拥有超过三分之二的世界人口和对足球无与伦比的热情,是世界足球最具潜力的市场。在本次合作中,为了帮助亚足联实现“成为世界足球领先的联合会”、“培养成功的球队”、“将足球确立为亚洲第一运动”三项愿景,当代明诚将提供完整的解决方案,涵盖了赛事产品设计重构、制作传播与媒体版权销售、赞助权销售、数字营销与媒体服务、品牌推广等多个领域。

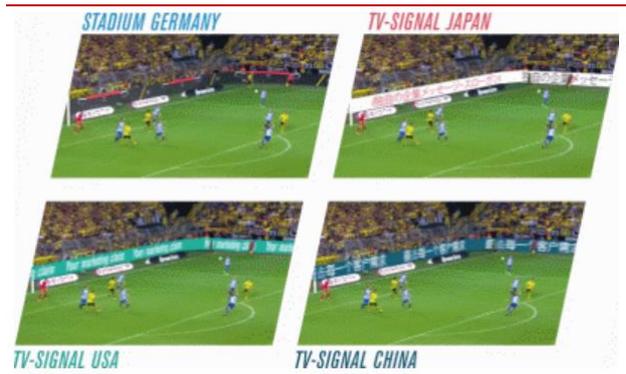
随着亚足联在赛事运营、比赛质量和品牌影响力的全方位提升,当代明诚也有望实现亚足联权益商业价值的最大化。在媒体版权方面:除去传统的电视平台外,网络视频、OTT、社交媒体、电商平台等多个行业的公司都在加大对内容的投资布局,其中体育版权作为全球最重要的内容资产之一,有望受益于竞争的推动而持续增长。在商业赞助方面,全方位升级的赛事和全新打造的赞助体系将有望吸引更多的品牌商与亚足联形成商业合作。同时,虚拟广告等技术手段的应用将实现赞助商权益的细分和定制化,从而更好的提升赞助效果。

图 26: 新平台参与竞标推动版权价格增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 27: 虚拟广告技术



资料来源: 拉加代尔体育, 川财证券研究所

从市场区域看,考虑到中国申办 2023 年亚洲杯的可能性以及 2026 年世界杯扩军背景下中国队冲击世界杯的重要机遇,中国市场有望成为 2021-2028 年周期中最具增长潜力的国家。

在媒体版权方面,受益于用户就近原则,中国国家队和中国俱乐部参加的世界杯亚洲区预选赛、亚洲杯和亚冠等亚足联赛事在 CCTV5 的收视数据上均领先于其他足球赛事,甚至领先于乒乓球、女排的热门赛事。然而,目前亚足联赛事在国内的新媒体版权价格仅约 1700 万美元/年左右,远低于其他热门的欧洲足球赛事,具有较高的增长潜力。

在商业赞助方面,对于中国企业来说,随着“中国制造”、“一带一路”等战略的实施,越来越多的中国企业将加速走向国际市场,尤其是亚洲市场。体育作

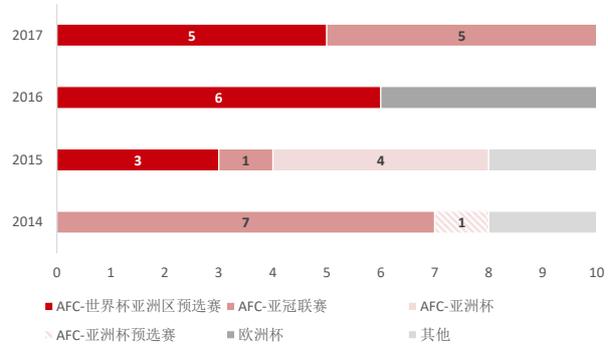
为一种无国界的传播平台，是中国企业走向国门的最佳媒介之一，通过与亚足联赛事的合作将有望帮助中国品牌在亚洲区域实现商业扩张。

图 28: CCTV5 全部赛事收视 TOP10 (2017)



资料来源: 禹唐体育, 川财证券研究所

图 29: CCTV5 足球赛事收视前十 (2014-2017)



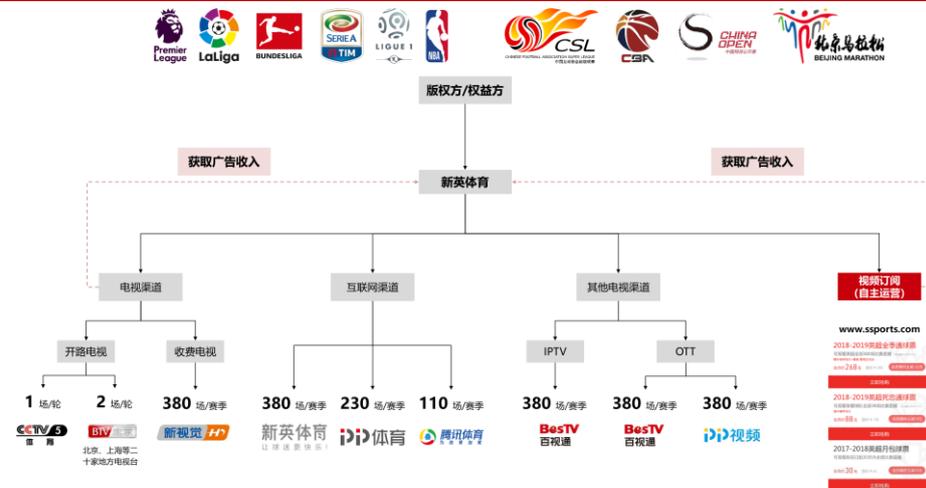
资料来源: 禹唐体育, 川财证券研究所 (2014 年不含世界杯)

### 三、收购新英强化版权运营，联手爱奇艺发力体育付费

#### 3.1 收购新英增厚公司业绩，打造体育版权运营平台

2018 年 8 月 31 日，当代明诚顺利完成了新英体育的收购。作为国内领先的体育内容运营商，新英体育的核心业务包括体育赛事版权及其他商业权利的整合运营，在渠道上主要面向互联网、广电、运营商等媒体渠道，覆盖互联网网站、电视、IPTV、互联网电视移动终端等媒体终端。

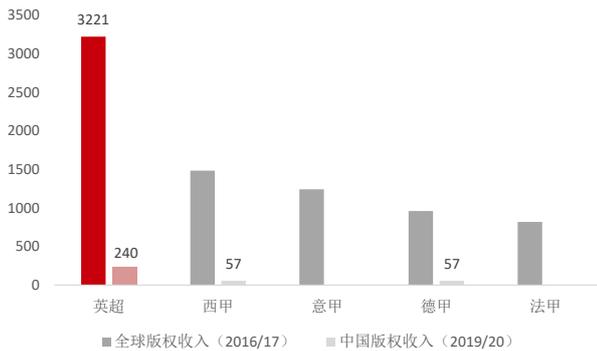
图 30: 新英体育的商业模式(版权方图标仅为演示说明, 不一定存在与新英合作)



资料来源: 新英体育官网, 川财证券研究所

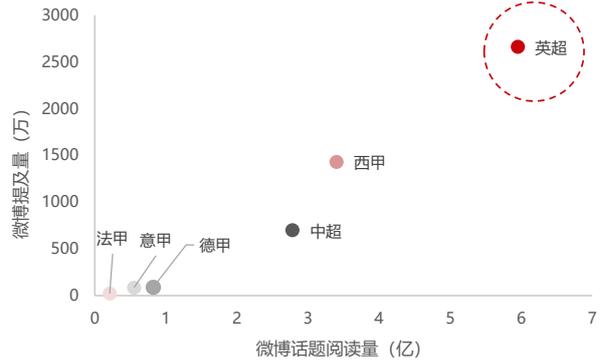
英超和欧足联国家队赛事是公司的核心资产。新英体育拥有 2013/14-2018/19 赛季英超联赛中国大陆和澳门地区的全媒体转播权。作为目前全球最具影响力和商业价值的足球联赛，英超 20 支球队在 2016/17 赛季共实现版权收入约 32.3 亿英镑，遥遥领先于其他四大欧洲联赛。同时，英超在中国市场的版权价值和社交影响力同样处于领先地位。

图 31：主要足球赛事的版权收入（百万英镑）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 32：主要足球联赛的社交影响力（2016/17）



资料来源：公司公告，禹唐体育，川财证券研究所

新英体育还拥有 2018-2022 欧足联国家队赛事在中国大陆地区独家的数字媒体权和全球赞助权，具体包括了 2020 年欧洲杯正赛及预选赛、2022 年世界杯欧洲区预选赛和最新推出的欧洲国家联赛。其中数字媒体权将终结央视对欧洲杯等欧足联国家队赛事长期的全媒体垄断。而商业赞助权益将进一步提升公司体育营销业务的客户服务，并持续扩大公司的客户群体。

图 33：2016 年欧洲杯的商业影响力

<b>电视媒体 (央视)</b>	<b>45+6</b> CCTV5 转播 45 场 CCTV5+ 转播 6 场	<b>0.96%</b> 单场平均收视率	<b>22%</b> 单场平均市场份额	<b>4.24 亿</b> 收视人数 (不重复)
<b>社交媒体 (微博)</b>	<b>200 亿</b> 话题阅读量	<b>2.4 亿</b> 微博讨论量	<b>1.7 亿</b> 讨论人数	<b>4.6 亿</b> 互动总量
<b>电商平台 (阿里)</b>	<b>+81%</b> 欧洲杯相关商品购买人数环比	<b>+45%</b> 天猫和淘宝下单总数环比	<b>+30%</b> 晚间 0 点-6 点订单数量	<b>+20%</b> 啤酒销量环比
<b>彩票销售</b>	<b>96 亿</b> 欧洲杯期间竞彩足球销量	<b>3 亿</b> 欧洲杯期间日均销量	<b>19.63 亿</b> 欧洲杯半决赛和决赛竞彩总销量	<b>-22%</b> 欧洲杯竞彩销售相比 2014 年世界杯

资料来源：公司公告，禹唐体育，川财证券研究所

图 34：欧洲杯赞助价值-海信

**案例：海信赞助 2016 年欧洲杯**

- 2016-17 年，新英体育获得收入约 **6650 万元**

<b>电视广告</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>51 场比赛，每场 8 分钟广告展示</li> <li>门票、宣传资料等官方产品展示</li> <li>央视直播广告价值：<b>5.7 亿元</b></li> </ul>	
<b>海外市场</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全球品牌知名度：31% 提升到 <b>37%</b></li> <li>品牌认知度 (英法德意西)：<b>+100%</b></li> <li>欧洲二季度产品销量：<b>同比+56%</b>，环比+65%</li> <li>举办国法国产品销量：<b>+300%</b></li> </ul>	
<b>国内市场</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内品牌知名度：80% 提升到 <b>81%</b></li> <li>在中国市场认知度：20% 提升到 <b>34%</b></li> <li>彩电销售额市场份额：<b>18.74%</b>，环比+1.87%</li> <li>彩电销量市场份额：环比+1.51%</li> </ul>	

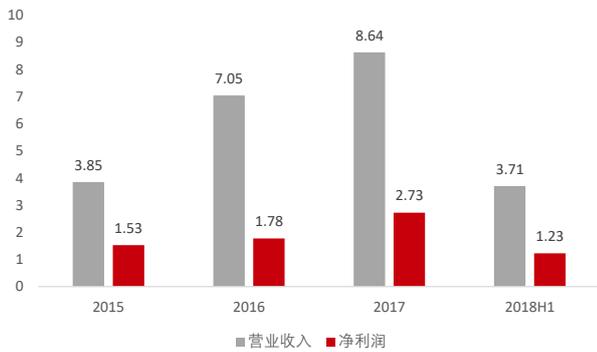
资料来源：公司公告，川财证券研究所

业绩稳定增长，有望增厚上市公司业绩。2015 年-2018 年上半年，新英体育分别实现营业收入 3.85、7.05、8.64 和 3.71 亿元，净利润分别为 1.53 亿、1.78 亿、2.73 和 1.23 亿元。其中，核心的收入和利润均来自于英超联赛版权，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

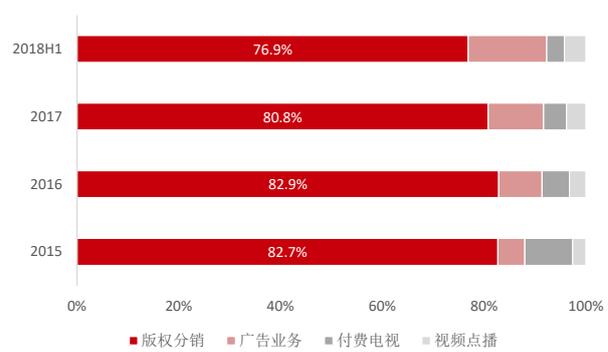
欧足联国家队赛事从 2018 年起才开始逐渐贡献收入。从具体收入结构看，随着近年来分销转播包价格的稳定上涨，版权分销一直是公司收入的核心板块，占比约 80%；广告赞助以及付费业务（付费电视和视频点播）规模相对较小，不过均保持着较高增速。

图 35：新英体育的收入和利润（亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 36：新英体育收入结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本次收购完成后，上市公司不仅将实现自身体育板块业绩的快速增长。同时，公司还将基于现有的业务格局和体育资源平台，与新英体育展开多项合作：共同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；通过线上（线上广告、产品订阅等）与线下（球迷活动、奖杯巡展、衍生品开发等）活动的联动，为商务用户提供更高品质的营销服务；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。

## 3.2 与爱奇艺强强联手，共同探索 C 端体育付费市场

### 3.2.1 联手爱奇艺，打造国内重要的互联网体育视频平台——爱奇艺体育

2018 年 8 月，新英体育与爱奇艺成立合资公司新爱体育，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。本次合作中，新英体育及其控股股东当代明诚将更多在版权方面提供支持；而爱奇艺将更多在平台、客户、广告等方面提供支持。

版权资源：在当代明诚、爱奇艺两大股东的版权资源支持下，爱奇艺体育将汇聚足球、高尔夫、网球等全球最顶尖的体育赛事。具体包括了：英超、欧洲国家联赛、澳网、ATP、WTA、英国公开赛、美国大师赛等。同时，当代明诚拥有的西甲和欧洲杯等其他欧洲赛事以及有中国国家队和中国俱乐部参加的亚洲杯、亚冠联赛等亚足联赛事，未来也都将陆续在爱奇艺体育平台登陆。

图 37： 新爱体育的版权资源整合（虚线代表潜在权益，亚洲杯图标为示意图）



资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

平台流量：原新英体育平台的用户规模约 300-400 万人，而爱奇艺平台目前 MAU 约 4.9 亿，付费订阅会员超 7900 万，且平台的认可度和推广度仍在逐步提升。本次合作中，爱奇艺将为全新的爱奇艺体育提供数亿量级的顶级流量，从而扩大体育赛事直播的网络视频用户覆盖范围，进而推动体育视频付费进入全新的高速发展期。

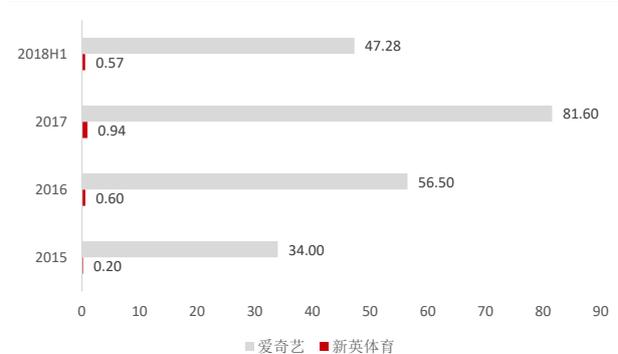
广告营销：爱奇艺将作为爱奇艺体育的独家广告代理商给予广告招商支持。多年来，爱奇艺在广告营销方法革新、商业模式升级等领域，均实现创造性地领导中国娱乐市场。伴随着英超、欧洲国家联赛等优质体育视频内容的加入，爱奇艺将为自身庞大的客户群体带来更广阔多元的体育营销场景，从而进一步释放爱奇艺体育平台的内容变现潜力。

图 38： 爱奇艺和新英体育付费用户数据（万人）



资料来源：公司公告，公开新闻报道，川财证券研究所

图 39： 爱奇艺和新英体育的广告收入（亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

平台技术：在现阶段互联网获客成本高昂的情况下，爱奇艺体育将依托于爱奇艺领先的科技实力针对海量用户进行差异化运营策略，希望通过高质量的体育内容以及领先的技术手段和交互方式留住更多的体育用户并产生收入，并逐渐提升用户对爱奇艺的粘性和品牌认知度。

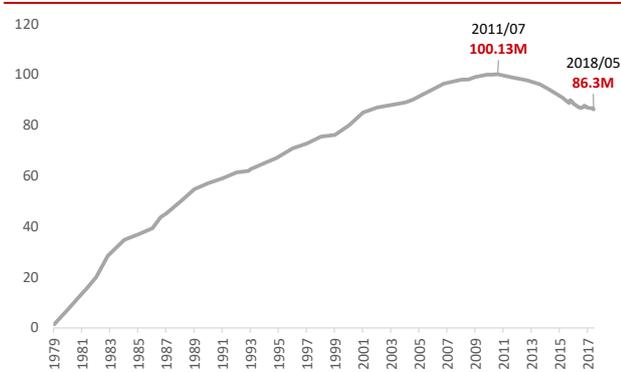
总的来看，本次合作是新英体育针对原有 To C 端体育视频付费观看业务的合作和升级。新成立的新爱体育是新英体育利用合作伙伴的流量资源优势快速提升互联网视频业务规模的契机，也是爱奇艺重塑体育平台、加强内容分发及变现渠道大规模应用的重大措施。全新升级后，爱奇艺体育将拥有新英体育和爱奇艺的头部赛事版权资源以及双方在版权管理、内容制作、整合营销、在线视频等领域的丰富经验。双方的全新合作有望产生巨大的协同效应，推动平台在会员（会员数量、活跃度、ARPU 值）和广告方面（体系、规模）的高速增长，成为国内重要的互联网体育视频平台之一。

### 3.2.2 海外：体育付费发展成熟，用户数与 ARPU 值相对较高

从欧美成熟的体育市场看，付费模式已经早已成为体育内容变现的核心，体育媒体版权拥有者通过主流的付费订阅模式将大部分版权成本传递给了付费观众，同时再借助广告营销等收入途径，整体上保证了平台自身的盈利能力。从某种意义上看，用户付费观看赛事直播是国外体育赛事商业化程度高度发达的强大助推力。

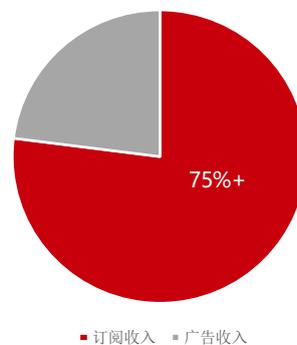
在美国市场：2016 年，美国超过 82% 的家庭订阅了付费电视服务，其中体育电视节目产生的订阅收入达 142.4 亿美元。作为全美最大的体育节目频道，ESPN 的订阅收入占公司总收入的 75%-80%。公司拥有近 9000 万订阅家庭，每个家庭的订阅支出约 7.21 美元/月，占全部体育频道订阅支出的 50%。

图 40：ESPN 的订阅家庭数量（百万）



资料来源：ESPN, Nielsen, 川财证券研究所

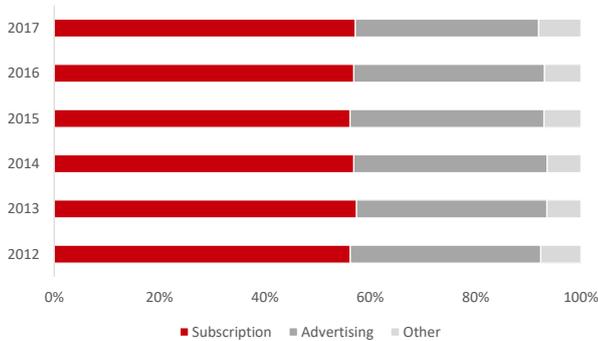
图 41：ESPN 的收入结构



资料来源：Bloomberg Intelligence, 川财证券研究所

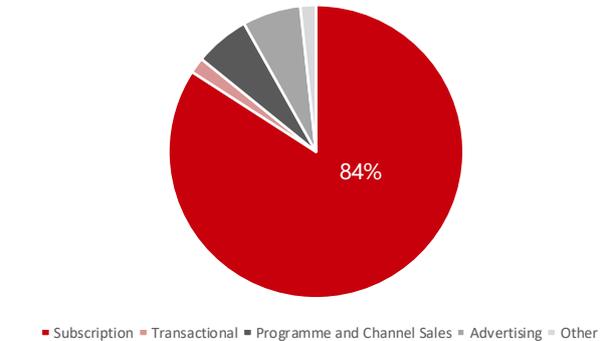
在欧洲市场：2017年英国电视转播行业总收入约111亿英镑，其中订阅服务贡献64亿英镑，占比超过57%。同时天空电视作为欧洲领先的体育节目频道，其2017年共实现营业收入129亿英镑，其中超过84%来自于订阅收入。

图 42：英国电视转播行业的收入结构



资料来源：Ofcom, 川财证券研究所

图 43：天空电视的收入结构（2017）



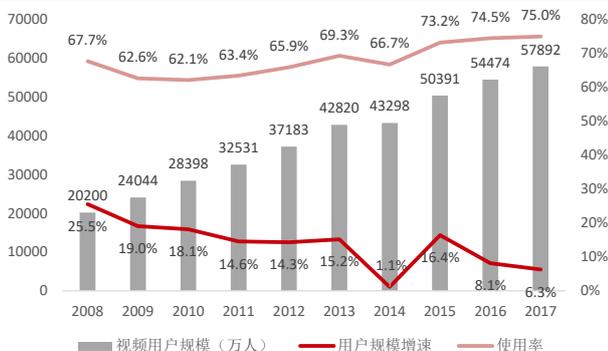
资料来源：公司年报, 川财证券研究所

### 3.2.3 国内：网络视频付费崛起推动体育视频付费增长

不同于海外市场以电视付费为主，互联网的快速普及与发展正推动着网络视频行业成为我国内容付费、体育付费的核心平台。自2005年起步以来，我国网络视频一直保持快速增长。根据CNNIC的统计数据显示，2017年中国网络视频用户达5.79亿人次，占网民总体的75.0%，2008-2017年的CAGR达12.4%。

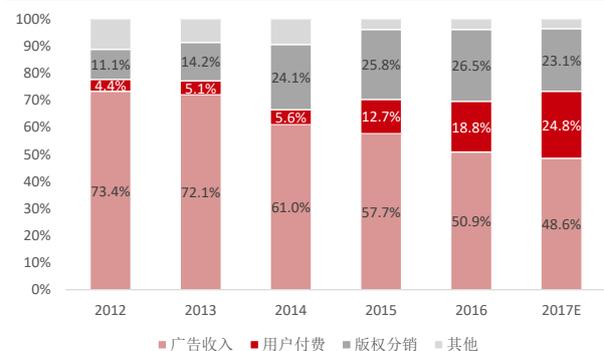
纵观网络视频行业的发展历程，商业广告作为稳定、可以大规模推广的商业模式，一直是行业最重要的收入来源。不过从2015年开始，在政府和行业加大版权内容的保护力度、视频网站针对付费用户的差异化策略、移动支付的普及与便捷以及消费升级下网民付费观念的转变等多重因素的推动下，网络视频的付费用户和付费量开始高速增长。

图 44：中国网络视频用户规模和使用率



资料来源：CNNIC, 川财证券研究所

图 45：中国网络视频行业各业务收入比例



资料来源：艾瑞咨询, 川财证券研究所

用户视频付费意识已经养成。根据易观智库的研究显示：2017年中国网络视频付费市场规模达到213.7亿元，网络视频付费用户规模达到9763万人。预计到2020年中国网络视频付费市场规模将达到646.8亿元，网络视频付费用户规模将达到18025万人。根据中国网络视听节目服务协会的报告显示，2017年国内网络视频用户的付费比例继续增长，有超过42%的用户曾为视频付费。同时相比于2016年，每月支出40元以上的付费会员占比从2016年20.2%增加到了2017年的26.0%。

图 46：中国网络视频付费市场用户规模



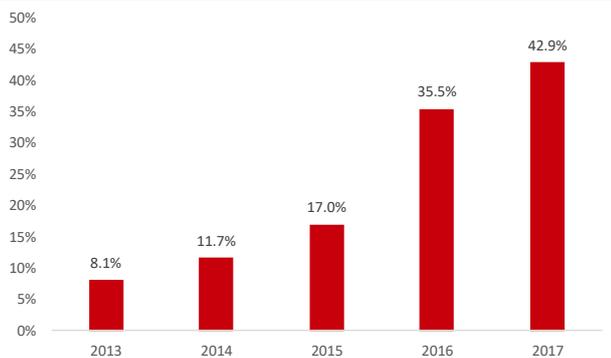
资料来源：易观智库，川财证券研究所

图 47：中国网络视频付费市场收入规模



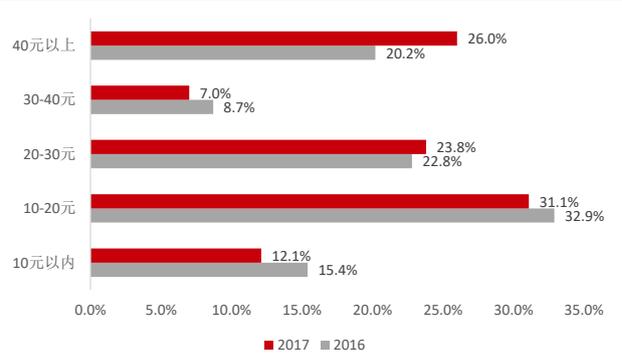
资料来源：CNNIC，川财证券研究所

图 48：中国视频网民付费用户比例（调研）



资料来源：CNNIC，川财证券研究所

图 49：付费用户月支出增长



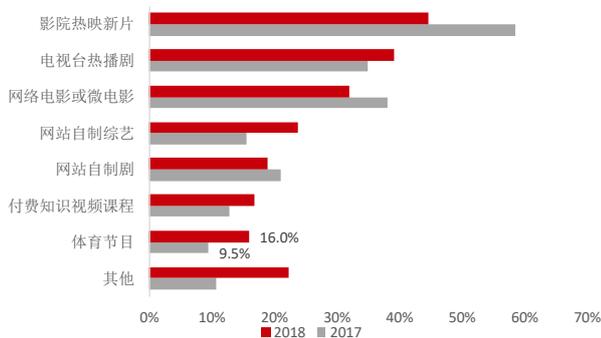
资料来源：CNNIC，川财证券研究所

体育：重要的付费内容之一，同样保持高速增长。在细分的体育领域，付费观赛市场还处于探索阶段。早期，受限于当时的消费环境、尤其是消费者对于内容付费模式的排斥，以及互联网普及程度和支付便利性等因素，天盛传媒就英超转播进行付费模式的尝试以失败而告终。不过随着国内网络视频用户规模的不断扩大以及用户付费意识的逐步养成，体育内容作为网络视频付费的重要内

容之一，同样保持着高速增长。

从行业具体数据看：2017/18 赛季，新英体育平台流量 UV（独立访客）、ARPU（每用户平均收入）和观赛时长较上一赛季分别环比增长 90%、50%和 56%，连续两赛季注册转化率保持 76%以上增长。2018 年世界杯期间，优酷移动端日活跃用户在 6 月 23 日破亿，并持续稳定在过亿量级。最终有超过 2400 万用户通过优酷观看了世界杯决赛，整个赛事累计吸引了超过 1.8 亿用户。

图 50：网络视频付费用户愿意为之付费的内容



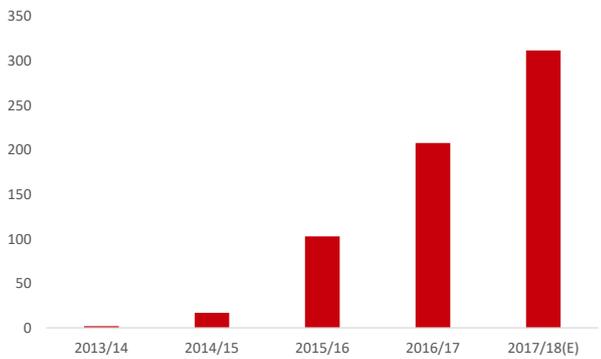
资料来源：CNNIC，川财证券研究所

图 51：体育节目在网络视频中更受欢迎



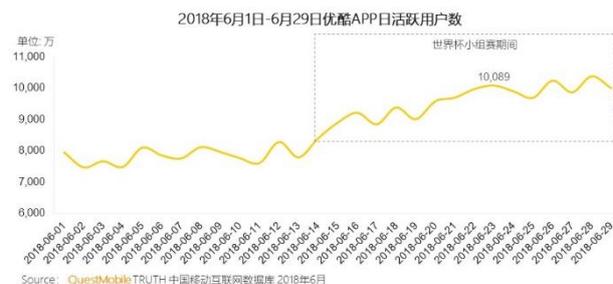
资料来源：美兰德咨询，川财证券研究所

图 52：新英体育会员稳定增长（万人）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 53：优酷通过世界杯实现快速提升



资料来源：QuestMobile，川财证券研究所

长期看，在我国网络视频行业的发展和推动下，“免费+付费”观赛模式将逐渐替代传统的免费模式，成为中国体育赛事未来主流的观看模式，广告收入+付费订阅收入占据主导的商业模式也有望逐渐实现。新英体育作为体育版权付费订阅的开拓者和实践者，将联手爱奇艺，通过整合双方的资源、服务和经验，持续扩大体育赛事付费订阅的用户数量和消费额度，建立自身在体育赛事付费市场中的优势地位，实现体育与综合视频网站、娱乐产业的融合发展。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 四、顶尖投资机构助力公司快速扩张

从行业龙头 IMG、盈方和拉加代尔三家公司的发展历程可以看到，能够提供资本支持的大型集团和投资机构，是这类公司快速发展的重要推动力。大型集团和投资机构将帮助公司通过收购、兼并、合资等形式，在短时间内实现自身收入规模从小到大、服务形式和运动内容从单一到全面的快速扩张，并进而实现公司专业化、职业化、综合化的发展。

图 54： 收购兼并推动体育中介服务公司的快速扩张



资料来源：公司公告，公司官网，公司相关新闻报道，川财证券研究所

随着公司的持续发展与成长，当代明诚在体育产业的丰富布局和运营实力开始受到市场顶尖投资机构的认可，作为公司体育板块运营主体的明诚体育集团和公司旗下新英体育与爱奇艺合并成立的新爱体育，均在近期完成了融资：

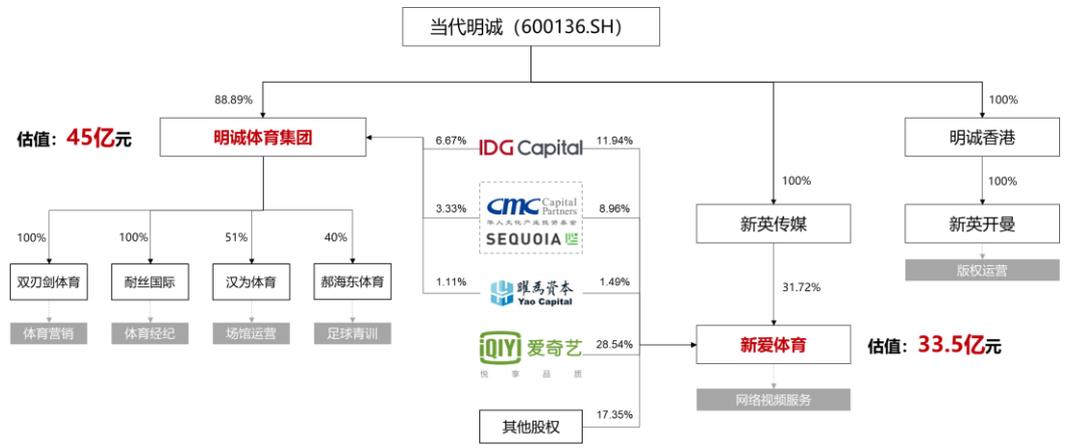
1) 明诚体育集团：当代明诚体育板块的运营主体，旗下拥有双刃剑体育 100% 股权、耐丝国际 100% 股权、汉为体育 51% 股权和郝海东体育 40% 股权。本次融资合计 5 亿元，公司估值为 45 亿，投资方包括了 IDG、曜为资本、健盛体育基金（华人文化和红杉资本）。

2) 爱奇艺体育：当代明旗下旗下新英体育与爱奇艺共同打造的超级在线体育平台。本次 A 轮融资合计 8.5 亿元，估值 33.5 亿元，投资方包括了 IDG、曜为资本、健盛体育基金（华人文化和红杉资本）、晟道投资等。

通过本次融资，明诚体育集团和爱奇艺体育进一步拓宽了公司的融资渠道和融资方，增强了自身的资本实力和运营实力，将有望加速推动公司在体育营销、体育经纪、媒体版权交易、体育内容平台、场地运营等业务板块的发展。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 55： 明诚体育和新爱体育的融资与估值



资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

同时，明诚体育集团和爱奇艺体育还将通过此次融资与 IDG、曜为资本、华人文化和红杉资本等顶尖投资机构建立联系。作为体育产业中参与较早且参与度较高的投资机构，IDG、华人文化和曜为资本有着丰富的投资组合，投资企业超过 40 家，具体涉及了体育 IP（赛事、俱乐部）、体育中介服务、场馆运营、运动健身、媒体社区、数据博彩、电子竞技等多个细分领域。未来，当代明诚将有望通过合作的投资机构获得更多的优质体育资源，并与多个被投资标的形成协同与合作。

图 56： 当代明诚合作投资机构的体育资产

	体育IP	体育服务	媒体社区	数据博彩	运动健身	场馆运营	游戏&电竞
曜为资本	Glory	盛开体育		天众体育			星河互动
	Formula E	邮人体育					EDG
		微赛体育					超竞教育
		动因体育					
IDG	里昂集团	盛开体育	700Bike	唯彩会	乐刻运动		香蕉游戏传媒
	昆仑决		嗨足球	球探体育			
			iDarex敢玩				
健盛体育基金	万名扬传媒				超级猩猩	英雄体育	
华人文化	城市足球集团	苏宁体育	懒熊体育	足球魔方		洛克公园	
		盛力世家	秒嗨			索福德体育	
		体奥动力				帕派体育	
		微赛体育					
红杉资本			懂球帝			索福德体育	

资料来源：公司官网，IT 桔子，川财证券研究所

## 五、盈利预测与估值

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 体育营销：受 2018 年、2020 年体育大赛（2018 年世界杯、2020 年奥运会、欧洲杯）的影响，公司的体育营销与咨询业务将受赛事举办影响存在波动；
- 2) 体育经纪：在全球足球转会市场持续火热，球员转会费和工资水平水涨船高的背景下，体育经纪业务将直接受益，预计收入增速为 20%、20%、15%；
- 3) 场馆运营/体育产品：在我国运动健身人群快速增长的背景下，市场对体育场馆的需求持续走高，随着公司旗下场馆在规模、数量、覆盖区域等方面的持续扩张，该业务有望持续增长，预计收入增速为 20%、15%、10%；
- 4) 体育版权：伴随着市场对体育版权的争夺，公司拥有的英超、西甲和欧洲杯版权有望实现顺利分销，并通过爱奇艺体育锁定更多的付费用户；
- 5) 影视业务：受益于公司对影视业板块的在产品创作、团队人员等方面的持续投入，影视业务有望保持稳定增长，预计收入增速为 12%、10%、8%。

表格 2. 当代明诚盈利预测假设（单位：百万元）

业务	项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
体育营销与咨询	营业收入		162.5	180.07	513.2	256.6	359.24
	YoY			10.8%	185.0%	-50.0%	40.0%
	毛利率		77.5%	76.2%	35.5%	75.0%	60.0%
体育经纪	营业收入		7.74	62.19	74.63	89.56	102.99
	YoY			703.5%	20.0%	20.0%	15.0%
	毛利率		76.9%	70.3%	70.0%	72.0%	72.0%
销售体育产品/场馆运营	营业收入			77.62	93.14	107.11	117.82
	YoY				20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率			19.4%	22.0%	26.0%	30.0%
体育版权	营业收入				460.47	1173.24	1576.66
	YoY					154.8%	34.4%
	毛利率				42.4%	19.6%	17.3%
影视产品制作销售	营业收入	391.72	402.28	589.07	659.76	725.74	783.80
	YoY		2.7%	46.4%	12.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	43.5%	48.1%	53.2%	53.0%	53.0%	53.0%

资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

**投资建议：维持“增持”评级**

尽管新英体育于 9 月并表将增厚公司业绩，但考虑到并购融资带来的较高财务费用，我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 18.01、23.52、29.41 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.76、2.17 和 2.72 亿元，EPS 为 0.36、0.45、0.56 元 / 股，对应 PE 为 23、19、15 倍。

从长期发展看，公司在 B 端锁定了与全球顶级 IP 的长期合作，在 C 端联手爱奇艺探索体育付费市场，在资本端吸引了多家机构的支持。我们看好公司在体育板块的资源储备和业务布局，维持“增持”评级。

**表格 3. 可比上市公司盈利预测及估值表（以 2019 年 1 月 18 日收盘数据测算）**

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
当代明诚	40.39	8.29	0.26	0.36	0.45	0.56	31.51	22.91	18.57	14.83
力盛赛车*	18.25	14.45	0.32	0.40	0.51	0.63	44.81	35.99	28.55	22.94
中体产业	76.27	9.04	0.07	0.09	0.25	0.35	131.20	99.01	36.16	25.55
金陵体育	34.95	46.15	0.63	0.84	1.27	1.74	73.02	54.71	36.28	26.53
鸿博股份	36.80	7.34	0.02	0.03	0.17	0.40	342.99	245.48	43.79	18.31
天音控股	58.00	5.59	0.24	0.29	0.35	0.41	23.29	19.43	16.02	13.55
探路者	31.20	3.50	-0.10	0.10	0.12	0.14	-36.76	35.00	29.17	25.00
平均值(不含当代明诚)							96.43	81.60	31.66	21.98

资料来源：Wind，川财证券研究所 \*川财证券覆盖标的，其余为 Wind 一致预期数据

**风险提示**

- 1) 国内体育产业发展和改革不及预期
- 2) 公司对所获得的媒体版权、商业赞助等权益开发不急预期
- 3) 体育中介服务市场竞争激烈，导致未来获取上游资源的成本过高
- 4) 体育观赛付费市场发展不及预期
- 5) 影视和体育行业受监管和产业政策变化的风险
- 6) 受宏观经济波动影响的风险

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3269	9071	6581	9127	<b>营业收入</b>	912	1801	2352	2941
现金	560	3586	470	588	营业成本	401	1001	1453	1927
应收账款	984	1981	2352	3088	营业税金及附加	4	7	7	9
其他应收款	2	3	0	0	营业费用	15	72	59	74
预付账款	277	1441	1411	2352	管理费用	163	189	200	265
存货	1247	1501	1817	2505	财务费用	94	260	318	260
其他流动资产	199	558	530	594	资产减值损失	69	19	3	7
<b>非流动资产</b>	1857	4606	4299	4258	公允价值变动收益	-2	-3	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	1	1	1
固定资产	29	38	45	48	其他	16	16	16	16
无形资产	2	379	335	290	<b>营业利润</b>	192	266	328	416
其他非流动资产	1826	4188	3920	3920	营业外收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	5126	13676	10880	13385	营业外支出	2	1	1	1
<b>流动负债</b>	1176	5929	4507	7388	<b>利润总额</b>	190	266	328	416
短期借款	592	2000	561	2707	所得税	42	58	72	91
应付账款	142	300	436	578	<b>净利润</b>	149	207	256	324
其他流动负债	442	3629	3510	4102	少数股东损益	21	31	38	52
<b>非流动负债</b>	1204	3944	2314	1614	<b>归属母公司净利润</b>	128	176	217	272
长期借款	200	2314	1314	814	EPS (元)	0.26	0.36	0.45	0.56
其他非流动负债	1004	1630	1000	800					
<b>负债合计</b>	2380	9873	6821	9002	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	222	253	292	344	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	487	487	487	487	<b>成长能力</b>				
资本公积	1691	2541	2541	2541	营业收入	60.3%	97.5%	30.6%	25.0%
留存收益	330	507	724	996	营业利润	20.6%	38.8%	23.4%	26.7%
其他	15	15	15	15	归属于母公司净利润	4.9%	37.5%	23.4%	25.2%
股东权益合计	2746	3803	4059	4383	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	5126	13676	10880	13385	毛利率(%)	56.0%	44.4%	38.2%	34.5%
					净利率(%)	14.1%	9.8%	9.2%	9.3%
					ROE(%)	15.5%	5.2%	5.8%	5.9%
					ROIC(%)	5.9%	5.6%	5.7%	6.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	46.4%	72.2%	62.7%	67.3%
					净负债比率(%)	32.0%	79.6%	64.2%	89.7%
					流动比率	278.0	153.0	146.0%	123.5
					速动比率	172.0	127.4	105.3%	89.3%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.21	0.19	0.19	0.24
					应收账款周转率	1.21	1.21	1.09	1.08
					存货周转率	0.41	0.72	0.87	0.88
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	0.36	0.45	0.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.70	-0.26	0.79	-2.12
					每股净资产(最新摊薄)	5.18	7.29	7.74	8.29
					<b>估值比率</b>				
					P/E	31.51	22.91	18.57	14.83
					P/B	1.60	1.14	1.07	1.00
					EV/EBITDA	24.14	13.04	10.36	9.94

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-827	-129	386	-1034
净利润	149	207	256	324
折旧摊销	12	25	47	47
财务费用	94	260	318	260
投资损失	-12	-1	-1	-1
营运资金变动	-958	-103	-237	-1671
其他经营现金流	-112	-517	3	7
<b>投资活动现金流</b>	-58	-2808	261	-5
资本支出	-92	-611	-9	-6
长期投资	-31	6	0	0
其他投资现金流	65	-2204	270	1
<b>筹资活动现金流</b>	1114	5962	-3762	1156
债权融资	295	3964	-2005	-730
股权融资	0	850	0	0
其他筹资现金流	819	1148	-1757	1886
汇率变动影响	5	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	234	3025	-3115	118

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003