

砥砺前行，蓄势待发

买入|维持

——当代明诚深度报告

报告要点:

● 成功转型文化产业，“影视+体育”双轮驱动

公司在2014年开始逐步转型至文化产业领域，收购强视传媒和双刃剑实现“影视+体育”双轮驱动发展，之后收购耐丝国际、控股汉为体育、成立郝海东体育、参股武汉当代明诚足球俱乐部管理有限公司，初步建立了包括全民健身场馆运营、体育培训、体育经纪、体育营销、俱乐部管理运营五大板块的产业链闭环。2017年7月收购新英开曼，正式进军体育版权领域，并明确了“打造全球文化产业整合运营平台”的长期发展战略。

● 体育行业蓬勃发展，市场规模不断扩大

到2025年，中国体育产业总规模将超过5万亿元，按照规划，预计未来7年年均复合增长率为11.1%，体育服务业占比仍需提高，产业结构待改善。国家出台一系列政策，消费升级、需求增加以及资本助力，体育产业正呈现蓬勃发展的态势。

● 体育产业持续开拓，影视剧作精耕内容

双刃剑是国内领先的体育营销服务企业，深挖国际体育资源，提供专业的营销服务；新英体育是优质的版权内容提供商和运营商，目前握有西甲、亚足联和欧足联相关赛事媒体权益，拥有多元化的商业模式，稳定的客户构成和管理层构成。影视剧作精耕内容，注重以质取胜，加强审核把控，公司参投的年末现象级大剧《庆余年》正在网络热播。

● 投资建议与盈利预测

体育行业规模不断增长，国家政策积极引领，赛事热潮相继推动，消费升级和资本助力促使行业呈迅猛发展态势。公司“影视+体育”双轮驱动，收购体育版权龙头新英体育，同时拥有内容制作与整合营销的能力，具备核心团队和优质的渠道资源，多元化商业模式和变现模式；双刃剑是国内体育营销龙头企业，同时布局体育场馆、体育培训、俱乐部管理多个领域；影视剧精耕内容，把控审核，公司参投年末热播大剧《庆余年》，享15%收益分成。预计公司2019-2021年营业收入分别为29.66/32.77/35.89亿元，同比增长11.14%/10.51%/9.51%，归母净利润分别为1.83/1.94/2.08亿元，同比增长2.83%/6.08%/6.90%，当前股价对应PE为41/38/36倍，给予目标价17.78元，给予“买入”评级。

● 风险提示

取得高端体育版权不确定性风险、核心人员流失风险、客户集中风险、电视剧拍摄进度不及预期、商誉减值风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	911.94	2668.39	2965.63	3277.30	3588.96
收入同比(%)	60.26	192.61	11.14	10.51	9.51
归母净利润(百万元)	128.13	177.99	183.02	194.16	207.55
归母净利润同比(%)	4.87	38.91	2.83	6.08	6.90
ROE(%)	5.08	5.31	4.41	4.44	4.50
每股收益(元)	0.22	0.30	0.31	0.33	0.36
市盈率(P/E)	57.95	41.71	40.57	38.24	35.77

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 13.21元/17.78元

目标期限: 6个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 15.06/6.95

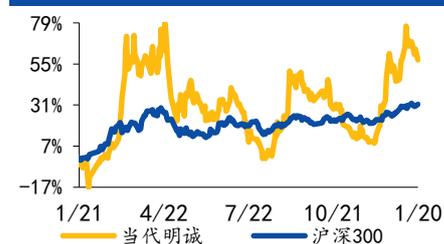
A股流通股(百万股): 486.88

A股总股本(百万股): 584.62

流通市值(百万元): 6431.71

总市值(百万元): 7722.81

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-当代明诚(600136)2019年三季报点评: 体育营销稳步推进, 影视剧作成绩突出》
2019.10.31

《国元证券公司研究-当代明诚(600136)2019半年报点评: 体育营销成果显著, 赛事资源储备丰富》
2019.09.04

报告作者

分析师 崔文彬

执业证书编号 S0020519070003

电话 021-51097188

邮箱 cuiwenbin@gyzq.com.cn

目 录

1. 华丽转型初定基调，影视体育双管齐下	4
2. 行业规模快速扩张，赛事热潮成催化剂	6
2.1 增长迅速，产业结构待优化完善	6
2.2 国家扶持，政策红利带来新动力	7
2.3 消费升级，大众需求引领新潮流	10
2.4 资本助力，各细分领域投资布局	12
3. 体育产业持续开拓，影视剧作精耕内容	15
3.1 双刃剑：开启国际体育营销新版图	15
3.2 新英体育：体育版权运营先行者	17
3.3 强视传媒：打造小而精的影视剧精品业务	22
3.4 细分行业渗透，快速抢占资源	24
3.4.1 汉为体育	24
3.4.2 耐丝国际	25
4. 财务分析	26
5. 盈利预测与投资建议	28
5.1 新英体育盈利预测	28
5.2 上市公司盈利预测	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1：当代明诚重要大事记	4
图 2：当代明诚荣获 2019 年“最佳体育综合企业”及“最佳体育上市公司”	5
图 3：我国体育产业总规模及预测	6
图 4：2008-2018 年我国体育产业增加值占 GDP 比重	6
图 5：2016 年各国体育产业增加值占 GDP 比重	6
图 6：我国体育产业结构图	7
图 7：各国体育服务业占体育产业比重	7
图 8：2017 年我国体育产业各细分行业增加值占比	7
图 9：2010-2018 年我国人均 GDP（美元）及增速	10
图 10：2015-2018 我国体育消费市场规模及人均体育消费	10
图 11：体育产业需求与机会	11
图 12：你是否经常参加体育锻炼？	11
图 13：下列健身级别，你认为自己在哪一级？	11
图 14：2015-2019 年中国体育行业投融资数量及金额	12
图 15：2019 年体育行业投融资轮次分布	12
图 16：2019 年国内体育各细分领域融资次数	12
图 17：2019 年国外体育各细分领域融资次数	12

图 18: 2018 年国家体育总局发布《全民健身指南》	13
图 19: “科学健身 18 法”配图	13
图 20: 双刃剑与多国奥委会达成长期友好合作关系	16
图 21: 2015-2018 年双刃剑营业收入及同比增速	17
图 22: 2015-2019H1 双刃剑归母净利润及同比增速	17
图 23: 新英体育更名为“爱奇艺体育”	18
图 24: 2015-2018H1 新英体育主营业务收入结构	19
图 25: 体育赛事 IP 的权益划分	20
图 26: 2018 年公司投资电视剧《猎毒人》大获好评	23
图 27: 汉为体育以运动场馆为核心	24
图 28: 汉为体育成功举办 2019 武汉篮球城市超级联赛	24
图 29: 汉为体育成为中冠联赛合作伙伴	25
图 30: 携手双刃剑助力重庆斯威冠名中冠联赛	25
图 31: 2015-2019H1 公司营业收入及同比增速	26
图 32: 2015-2019H1 公司归母净利润及同比增速	26
图 33: 2015-2018 年公司各业务毛利率	26
图 34: 2015-2019H1 公司期间费用率	26
图 35: 2016-2019Q3 公司资产负债率及行业均值	27
图 36: 2016-2019Q3 公司流动/速动比率及行业均值	27
图 37: 2015-2018 年公司商誉及占净资产比重	27
表 1: 当代明诚成立/收购公司及覆盖业务	4
表 2: 截至 2019 年三季度公司前十大股东明细	5
表 3: 2010 年至今国内体育行业政策文件梳理	8
表 4: 中资企业或个人收购国外足球俱乐部一览	13
表 5: 双刃剑营销业务具体分类	15
表 6: 2016-2019 年双刃剑完成的体育营销项目	16
表 7: 新英体育主营业务及模式	18
表 8: 国内外版权赛事购买情况统计	19
表 9: 2017-2018 赛季英超会员权益	21
表 10: 2015-2017H1 前五大客户情况	21
表 11: 新英体育核心管理团队	22
表 12: 强视传媒历年优秀影视剧作品	22
表 13: 截至 2019 年上半年公司拍摄电视剧进度情况	23
表 14: 2019 年 12 月网络剧排名	24
表 15: 2015-2018 年 MBS 签约球员数量	25
表 16: 顶级足球赛事版权资源价格	28
表 17: 新英体育各项收入拆分预测 (单位: 万元)	28
表 18: 新英体育盈利预测 (单位: 万元)	28
表 19: 细分板块盈利预测 (单位: 百万元)	29

1. 华丽转型初定基调，影视体育双管齐下

重大战略转型，开启文化产业新篇章：公司前身“道博股份”，成立于1992年，从事磷矿石贸易、学生公寓租赁和经营以及房地产销售等业务，1998年于A股上市。2014年，公司在历经地产业、矿业、民爆业的转型失败之后，终于成功完成产业方向的重大战略转型，次年剥离原有相关产业，收购强视传媒100%股权正式切入文化产业，2016年收购双刃剑100%股权，初步实现“影视+体育”双主业发展的战略规划，并正式更名为武汉当代明诚文化股份有限公司。（2019年9月，公司再次更名为武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司）

图 1：当代明诚重要大事记



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

实施外延并购，完善产业布局：在确立新的发展方向之后，公司进行了一系列外延并购，继双刃剑之后，收购耐丝国际、控股汉为体育、成立郝海东体育、参股武汉当代明诚足球俱乐部管理有限公司，初步建立了包括全民健身场馆运营、体育培训、体育经纪、体育营销、俱乐部管理运营五大板块的产业链闭环。2017年7月收购新英开曼，正式打开了体育版权领域的地图。公司通过在影视和体育产业的战略布局，确立“影视+体育”双主业发展的战略规划，并明确了“打造全球文化产业整合运营平台”的长期发展战略，以及“集团化、平台化、国际化”的发展思路。

表 1：当代明诚成立/收购公司及覆盖业务

板块	公司名称	收购/成立时间	股权占比	覆盖业务介绍
体育	双刃剑	2016.2	100%	体育营销
	耐丝国际	2016.4	100%	体育经纪
	汉为体育	2016.6	51%	体育场馆运营
	郝海东体育	2016.6	40%	足球青训
	足球俱乐部管理公司	2016.7	4.65%	俱乐部管理、赛事策划
	新英体育	2017.7	100%	体育版权
影视	强视传媒	2015.2	100%	影视剧
	得福文化	2016.4	51%	影视剧
	指点未来影院	2016.10	51%	影院

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

背靠当代集团，实控人为艾路明：公司第一大股东新星汉宜持有上市公司股份 8026.22 万股，持股比例 16.47%，当代集团直接持有新星汉宜 96.88% 的股权，是新星汉宜的控股股东，并直接持有当代明诚 8.39% 的股权。当代集团是一个在医药、教育、房地产、金融、旅游、矿产等领域投资孵化、资本运作的多元化产业集团，总资产高达近 1000 亿。艾路明先生合计持有当代集团 28.21% 的股权，是当代集团控股股东及实际控制人，也即上市公司实际控制人。

表 2：截至 2019 年三季度公司前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	武汉新星汉宜化工有限公司	80,262,230	16.4700	A 股流通股
2	蒋立章	46,903,568	9.6300	A 股流通股
3	游建鸣	44,379,440	9.1100	A 股流通股
4	武汉当代科技产业集团股份有限公司	40,871,268	8.3900	A 股流通股
5	武汉市夏天科教发展有限公司	24,359,014	5.0000	A 股流通股
6	全国社保基金一零二组合	19,499,744	4.0000	A 股流通股
7	彭章瑾	17,852,854	3.6600	A 股流通股
8	天风睿源(武汉)股权投资中心(有限合伙)	15,101,278	3.1000	A 股流通股
9	中国建设银行股份有限公司-博时主题行业混合型证券投资基金(LOF)	8,999,937	1.8500	A 股流通股
10	武汉合信实业有限公司	8,620,000	1.7700	A 股流通股
	合计	306,849,333	62.9800	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

道阻且长，蓄力“诚”长：虽然适逢 2019 体育小年以及影视行业管理政策趋严等不利因素，但公司依旧苦练内功，深耕行业，蓄势待发。2019 年，公司股票入选双融标的，非公开发行新股获批，筹划 H 股上市，并获得“2019 年度最佳体育综合企业”及“2019 年度最佳体育上市公司”两项殊荣。2020 年欧洲杯、奥运会将相继拉开帷幕，2021 中国世俱杯及 2023 中国亚洲杯已全面进入筹备期，公司将迎来展现自身实力的最好机会。

图 2：当代明诚荣获 2019 年“最佳体育综合企业”及“最佳体育上市公司”



资料来源：公司内刊，国元证券研究中心

2. 行业规模快速扩张，赛事热潮成催化剂

2.1 增长迅速，产业结构待优化完善

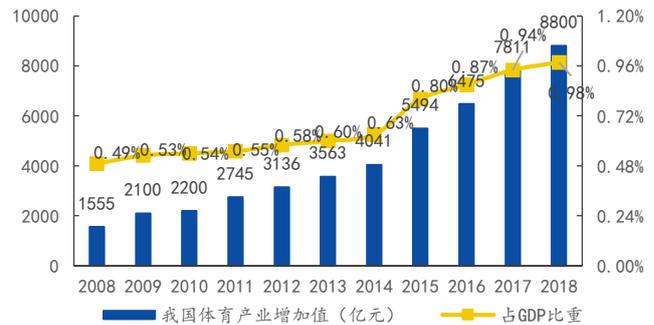
体育行业成长快，上升空间大：2014年10月21日，国务院关于《加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（简称“46号文”）指出，到2025年，中国体育产业总规模将超过5万亿元。2018年我国体育产业总规模达24000亿元，同比增长9.2%，按照规划，预计未来7年年均复合增长率为11.1%，大幅高于GDP增速。而近十年来，我国体育产业增加值占GDP比重逐年提升，2018年达到0.98%，接近国家体育总局《体育产业“十三五”规划》中提出的到2020年实现产业总值占GDP比重1%的目标。9月2日，国务院印发的《体育强国建设纲要》提出，到2035年，体育产业要发展成国民经济支柱性产业，预计届时中国体育产业总量占GDP的比重将达到4%左右。2016年，美国体育产业增加值占GDP比重高达3%，日本这一比值为2.15%，接近各国平均值，当年中国体育产业增加值占GDP比重仅为0.87%，距离2.16%的平均值仍有1.29pct的差距，有巨大的上升空间和增长潜力。

图3：我国体育产业总规模及预测



资料来源：《体育产业发展前景预测与投资战略规划分析报告》，国元证券研究中心

图4：2008-2018年我国体育产业增加值占GDP比重



资料来源：《体育产业发展前景预测与投资战略规划分析报告》，国元证券研究中心

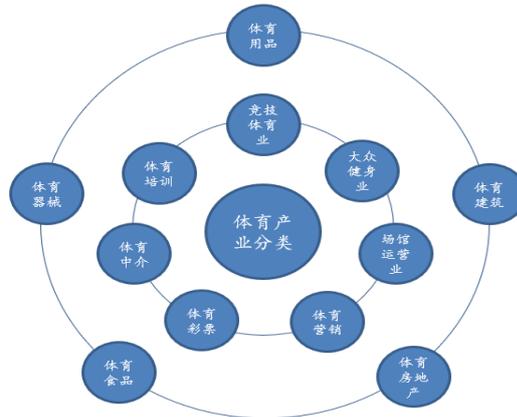
图5：2016年各国体育产业增加值占GDP比重



资料来源：《体育产业发展前景预测与投资战略规划分析报告》，国元证券研究中心

体育服务业占比不高，产业结构有待优化：体育服务业是体育产业中起支撑作用的主体产业。包括竞技体育、大众健身、体育培训、体育中介、体育营销、场馆运营和体育彩票在内，以这些构成体育产业的内圈，统称为体育服务，而以体育用品、体育建筑、体育器械、体育食品和体育地产等为外圈，统称为体育周边衍生行业。

图 6：我国体育产业结构图



资料来源：易观智库，国元证券研究中心

我国体育服务业占体育产业总值比重为 55.10%，英美两国这一比重均超过 80%，各国平均值也达到了 75.73%，主要原因是我国体育市场化前期程度低，体育服务业不如欧美等发达国家完善，从一定程度上制约了体育产业的整体发展。2017 年，体育产业各细分行业增加值占比统计中，体育用品制造业相关显著超过体育服务业。随着体育政策体系的不断改进，体育产业结构有望在未来几年得到进一步优化和提升。

图 7：各国体育服务业占体育产业比重

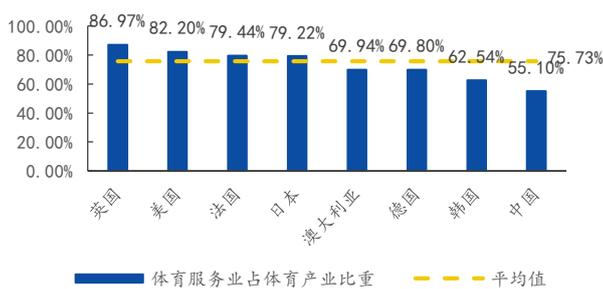
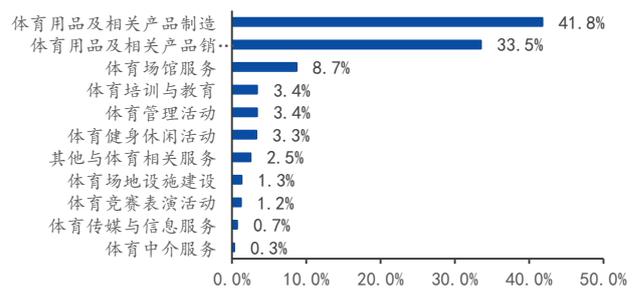


图 8：2017 年我国体育产业各细分行业增加值占比



资料来源：《体育产业发展前景预测与投资战略规划分析报告》，国元证券研究中心

资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

2.2 国家扶持，政策红利带来新动力

政策频出，鼓励体育事业蓬勃发展：我国体育事业最重要的发展动力是政策的引领，政策是促进行业中短期发展的重要自变量。“46 号文”指出：中国将鼓励境外资本投资体育产业；支持符合条件的体育产品、服务等企业上市；支持符合条件的企业

发行债券等非金融企业债务融资工具；对部分体育企业给予税收优惠；取消商业性和群众性体育赛事活动审批等。赛事举办的审批流程日益趋松，媒体转播更自由，对体育场馆设施加大优惠政策，这些都极大地加速了体育事业的发展。

指引发展方向，关注青少年发展和全民健身：我们梳理了 2010 年以后国家出台的部分体育行业相关政策和文件。从下表的政策梳理可以看出，国家在全民健身、青少年体育以及足球三个领域颁布的政策文件数量最多，由此推断出国家未来体育文化建设的重点方向。另外，随着 2022 年北京冬奥会和杭州亚运会的临近，冬季冰雪产业和体育旅游产业也将是体育行业未来 3-5 年的重要发展方向。

表 3：2010 年至今国内体育行业政策文件梳理

名称	颁布时间	颁布机构	备注
《关于加快发展体育产业的指导意见》	2010. 3. 19	国务院办公厅	中国首份在国家层面上对中国体育产业进行规划梳理并提出目标任务的政策性指导意见（“国家最高级别的红头文件”）。
《全民健身计划（2011-2015）》	2011. 2. 15	国务院	提出提高公共体育服务水平、促进群众体育发展、巩固竞技体育的国际竞争力、增强体育产业创新能力等目标。
《体育产业“十二五”规划》	2011. 4. 29	国家体育总局	提出提高公共体育服务水平、促进群众体育发展、巩固竞技体育的国际竞争力、增强体育产业创新能力等目标。
《中国足球职业联赛管办分离改革方案》（试行）	2012. 2. 10	中国足球协会	改变中国足协既办赛又监督的现状，将联赛办赛职能从中国足协分离，推动职业化进程。
《部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身》	2014. 9. 2	国务院	加快对体育产业体系的整体布局，丰富体育产品和服务，进一步满足并刺激人民群众对体育的消费需求，到 2025 年，体育产业总规模将超过 5 万亿元；简政放权，放宽体育赛事转播权限制，取消商业性赛事审批。
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014. 10. 20	国务院	加快对体育产业体系的整体布局，丰富体育产品和服务，进一步满足并刺激人民群众对体育的消费需求，到 2025 年，体育产业总规模将超过 5 万亿元；简政放权，放宽体育赛事转播权限制，取消商业性赛事审批。
《中国足球改革发展总体方案》	2015. 3. 16	国务院办公厅	
《中国足球协会调整改革方案》	2015. 8. 17	国务院足球改革发展部际联席会议办公室	
《中国足球中长期发展规划（2016—2050 年）》	2016. 4. 11	中国足协	
《体育发展“十三五”规划》	2016. 5. 5	国家体育总局	明确了“十三五”期间体育产业总规模超过 3 万亿，产业增加值在国内生产总值中比重达到 1%，体育服务业增加值占比超过 30% 等目标，进一步指明了整体发展方向。
《全民健身计划（2016—2020 年）》	2016. 6. 15	国务院	将青少年作为实施全民健身计划的重点人群，大力普及青少年体育活动，提高青少年身体素质；加快发展足球运动和冰雪运动。

			大力发展健身跑、健步走、骑行、登山、徒步、游泳、球类、广场舞等群众喜闻乐见的运动项目，积极培育帆船、击剑、赛车、马术、极限运动、航空等具有消费引领特征的时尚休闲运动项目，扶持推广武术、太极拳、健身气功等民族民俗民间传统和乡村农味农趣运动项目。
《体育彩票发展“十三五”规划》	2016. 8. 11	国家体育总局	
《竞技体育“十三五”规划》	2016. 8. 30	国家体育总局	围绕着竞技体育与群众体育、体育产业等协调发展的机制不健全，竞技体育在项目结构上发展不均衡等问题而制定。
《青少年体育“十三五”规划》	2016. 9. 8	国家体育总局	坚持问题导向，聚焦解决青少年体育发展中的突出问题和明显短板，回应青少年体育发展诉求和需求，以创新、协调、绿色、开放、共享新理念推动发展，提出具有标志性的工程、举措和政策，通过夯实发展基础、增强发展动力、优化发展结构加快促进青少年体育发展。
《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016. 10. 30	国务院	到 2025 年，基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的健身休闲产业发展格局，产业总规模达到 3 万亿元。
《全国冰雪场地设施建设规划（2016-2025）》	2016. 11. 2	国家体育总局	
《冰雪运动发展规划（2016-2025）》	2016. 11. 2	国家体育总局	到 2025 年，实现冰雪运动基础更加坚实，普及程度大幅提升，直接参加冰雪运动的人数超过 5000 万，并“带动 3 亿人参与冰雪运动”；冰雪运动竞技水平和国际竞争力全面提升，力争在 2022 年冬奥会上综合实力跻身世界先进行列；产业体系较为完备，2020 年冰雪产业总规模达到 6000 亿元，2025 年冰雪产业总规模达到 10000 亿元的目标。
《群众冬季运动推广普及计划（2016-2020 年）》	2016. 11. 4	国家体育总局	
《关于大力发展体育旅游的指导意见》	2016. 12. 23	国家旅游局、国家体育总局	意见提出发展目标，体育旅游基础设施和配套服务设施不断完善，发展环境进一步优化，基本形成结构合理、门类齐全、功能完善的体育旅游产业体系和产品体系。
《2017 年全国青少年体育活动的计划》	2017. 1. 23	国家体育总局、教育部办公厅	拟在 2017 年联合主办全国青少年体育传统项目学校联赛、全国青少年体育俱乐部联赛、全国青少年户外体育活动营地夏令营、科学健身普及等青少年体育活动。

《2017年青少年体育工作要点》	2017.3.2	国家体育总局	全面启动部署2020年东京奥运会周期竞技体育后备人才培养工作，加快提升后备人才培养的质量和效益，为全面建成小康社会、实现中华民族伟大复兴的中国梦做出青少年体育应有的贡献。
《2017年体育文化工作要点》	2017.4.5	国家体育总局	充分发挥体育文化在社会主义文化强国建设中的重要作用，用“文化自信”引领体育文化建设。
《关于支持社会力量举办马拉松、自行车等大型群众性体育赛事行动方案（2017年）》	2017.7.13	九部门联合	进一步激发体育消费，培育壮大经济新动能，巩固经济稳中向好势头。
《全民健身指南》	2017.8.10	国家体育总局	用于健身专家和教练的专业体育健身活动指导，大众运动健身的“口袋书”。

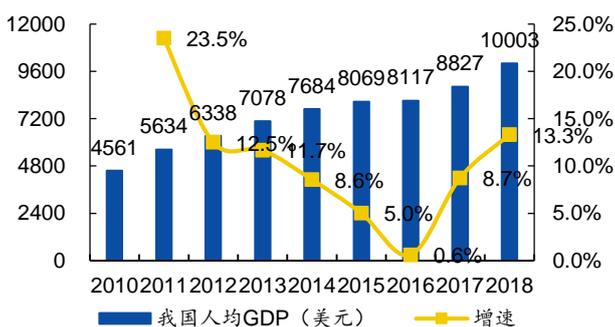
资料来源：国元证券研究中心

蓝色标记代表与足球相关政策，黄色标记代表与全民健身相关政策，红色标记代表与青少年体育相关政策

2.3 消费升级，大众需求引领新潮流

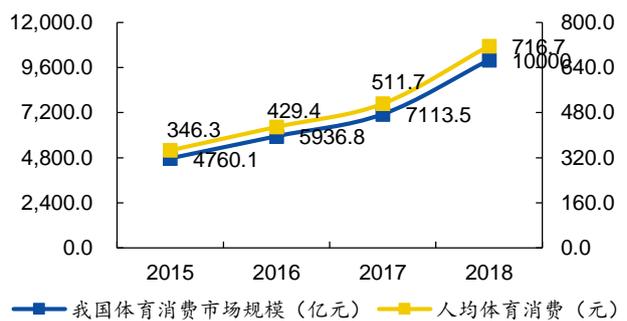
体育消费升级势不可挡：京东体育发布的《2017互联网体育消费报告》指出，我国体育消费市场目前已形成较为完善的产业链，整个产业已细分出IP、用品、赛事运营、竞猜、培训、电商等行业，为未来体育产业发展构建生态基础；体育消费升级势不可挡。根据国际惯例，当人均GDP超过5000美元时，体育产业开始迅速发展；当人均GDP超过8000美元时，体育产业发展速度将得到质的提升。2011年，我国人均GDP超过5000美元，2015年人均GDP超过8000美元，2018年刚好突破10000美元大关，表明体育产业进入了飞速发展时期。人均GDP的增速在2016年经济形势趋弱时到达底部，近两年大幅提升，2018年同比增长达13.3%，预计未来5-10年仍将保持两位数的增长态势。

图 9：2010-2018 年我国人均 GDP（美元）及增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

图 10：2015-2018 我国体育消费市场规模及人均体育消费



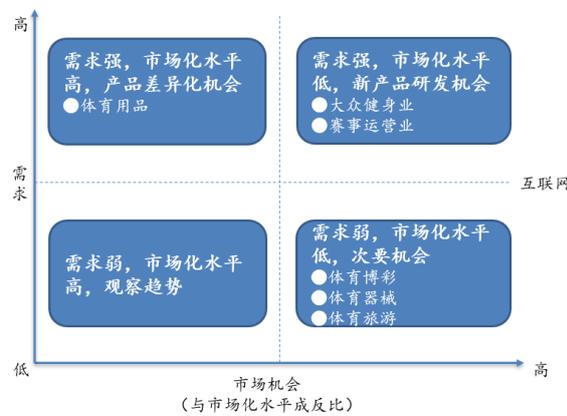
资料来源：《体育产业发展前景预测与投资战略规划分析报告》，国元证券研究中心

体育总局今年1月份发布的《进一步促进体育消费的行动计划（2019-2020年）》指出，2020年的主要目标为全国体育消费总规模达到1.5万亿元，人均体育消费支出占消费总支出的比重显著上升，体育消费结构更为合理。2015-2018年，我国体育消费市场规模和人均体育消费金额均呈现快速上升的趋势，2018年体育消费市场

规模初步估计为 1 万亿元，人均体育消费金额增长到 716.7 元，但这一数据仍与美国等大国相去甚远，甚至不及世界平均水平。

需求旺盛导致体育消费市场扩大：如果说政策是体育产业的供给端，那么体育受众人群则是产业的需求端，供给端的放开为产业的发展提升高度，而需求端的不断扩大则是为产业发展拓展了宽度。近年来，随着民众体育观念、健身意识乃至社交需求的不断增强，体育运动愈发成为表达的方式和沟通的桥梁。一般而言，市场化水平越低的产业未来面临的机会和上升空间越大，因此，需求旺盛而市场化水平暂时还不太高的行业，则是未来发展机会最为丰富的领域，诸如大众健身和赛事运营，体育博彩、体育器械和体育旅游产业也因其广阔的待拓展市场空间而同样蕴藏巨大潜力。

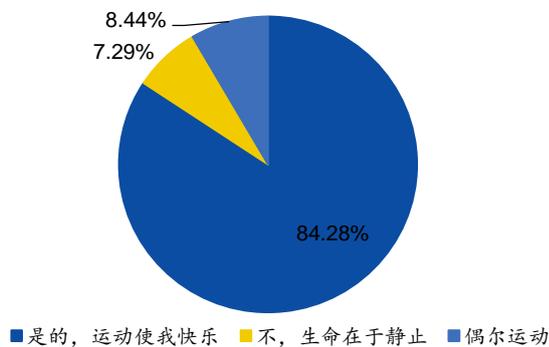
图 11：体育产业需求与机会



资料来源：易观智库，国元证券研究中心

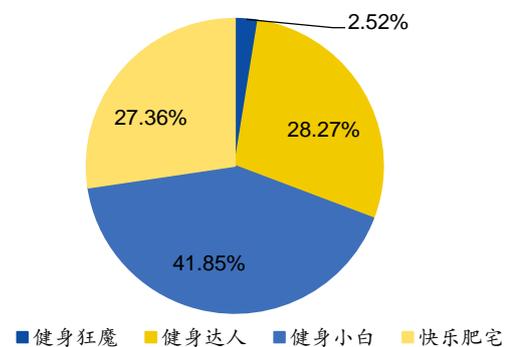
2018 年的一份以“全民健身”为主题的调查问卷显示，84.28%的参与者表示自己经常参加体育运动，75.81%的参与者认为“对自身健康和身材的关注度增加”是选择健身锻炼的主要原因，可见早期存在的“跟风”健身现象已经越来越少，全民健身已经存在与大众的意识之中。统计显示，超过三成的参与者已经对健身有相当程度的了解和喜爱，并且这一数据在未来几年会有明显提升。

图 12：你是否经常参加体育锻炼？



资料来源：国元证券研究中心

图 13：下列健身级别，你认为自己在哪一级？

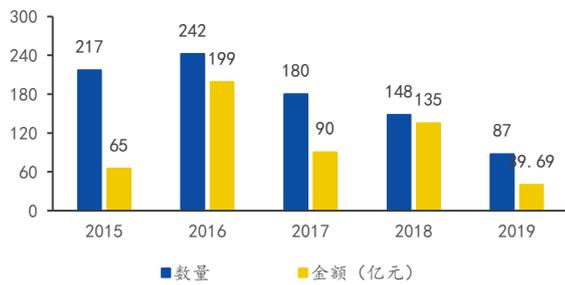


资料来源：国元证券研究中心

2.4 资本助力，各细分领域投资布局

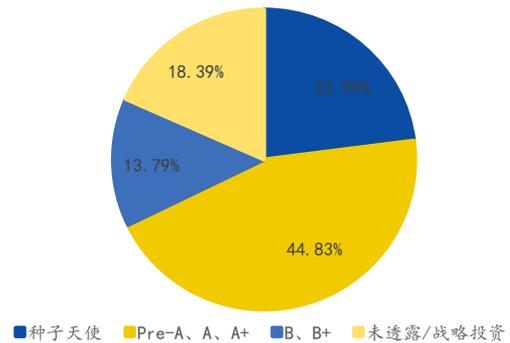
投融资脚步放缓，积极抢占体育市场：近几年来，大量资本不断涌入体育市场，为我国体育产业的发展加速，但2016年以后出现增速逐渐放缓的趋势。据不完全统计，2019年国内体育相关创业公司投融资案例87起，金额累计39.69亿元，不足2018年的1/3。亿元级别的大单仅有6起，比去年同期的23起大大减少。从融资轮次来看，2019年发生的87起案例中，种子天使轮共计20起，占比22.99%，Pre-A、A、A+三个轮次共计39起，占比44.83%，B轮之后的融资共计12起，占比13.79%。

图 14：2015-2019 年中国体育行业创投融资数量及金额



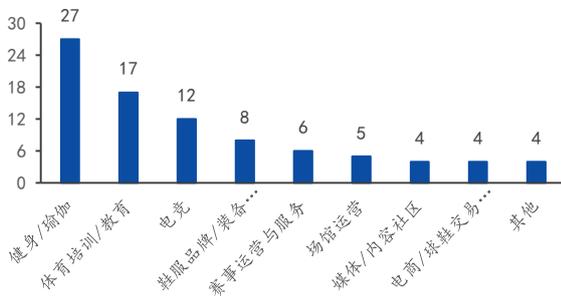
资料来源：懒熊体育，国元证券研究中心

图 15：2019 年体育行业创投融资轮次分布



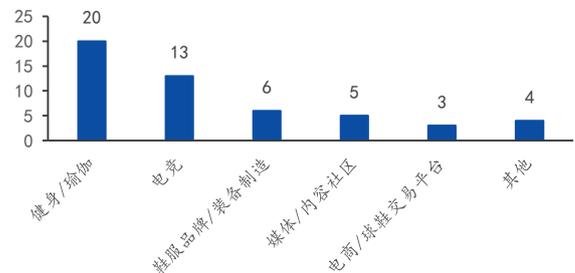
资料来源：懒熊体育，国元证券研究中心

图 16：2019 年国内体育各细分领域融资次数



资料来源：懒熊体育，国元证券研究中心

图 17：2019 年国外体育各细分领域融资次数



资料来源：懒熊体育，国元证券研究中心

细分赛道潜力巨大，健身电竞受热捧：2019年，国内体育细分领域投融资次数排名中，健身/瑜伽以27次高居第一位，体育培训/教育以17次超过电竞位居第二，打破健身/瑜伽与电竞多年来的垄断地位。国外各细分领域投融资统计中，健身/瑜伽和电竞位列前两位。值得注意的是，今年的“炒鞋热”推动了电商/球鞋交易平台的发展，国内球鞋领域融资额达2.13亿元，国外为14.78亿元，体育用品/装备或成为下一个风口。

2009年国务院颁布《全民健身条例》，2011年在此条例基础上提出《全民健身计划》，2014年国务院将全民健身上升为国家战略，2018年7月，体育总局发布《全民健身指南》，是官方首次面向大众推行权威的运动建议。8月，体育总局与中华全国体育总会联合发布“科学健身18法”，普及科学健身小妙招。在国家对

全民健身的重视不断增强的同时，也注重合理引导科学有效地健身，全民健身产业将迎来新一轮发展机遇。

图 18: 2018 年国家体育总局发布《全民健身指南》

图 19: “科学健身 18 法” 配图



资料来源: 国元证券研究中心

资料来源: 国元证券研究中心

国际层面，中国资本在世界第一运动—足球市场的布局更为可观。从 2014 年合力万盛收购荷兰海牙俱乐部开始，国内资本纷纷出海收购欧洲一二流足球俱乐部，主要有几个意图：一是使公司的业务多元化，与主业形成协同效应，提高业绩的实现率；二是切入体育产业链上游，通过俱乐部与赛事 IP，打通体育竞技与营销的链条，全面布局体育产业；三是通过资本收购，开拓国内的青训市场，为国内优质的年轻球员提供更多的可能性。

表 4: 中资企业或个人收购国外足球俱乐部一览

序号	收购方	被收购球队	联赛	收购时间	收购金额	股权比例	相关标的
1	合力万盛	海牙	荷甲	2014 年 7 月	800 万欧元	98%	—
2	万达集团	马德里竞技	西甲	2015 年 1 月 20 日	4498 万欧元	20%	万达电影 (002739)
3	莱德斯集团	索肖	法乙	2015 年 5 月 19 日	700 万欧元	100%	德普科技 (03823.HK)
4	星辉娱乐	西班牙人	西甲	2015 年 10 月-2016 年 11 月	10178.81 万欧元	99.35%	星辉娱乐 (300043)
5	华人文化&中信资本	曼城	英超	2015 年 12 月 1 日	4 亿美元	13%	—
6	华信能源	布拉格斯拉维亚	捷甲	2015 年 12 月-2016 年 11 月	不详	99.96%	上海能源 (600508)
7	苏宁集团	国际米兰	意甲	2016 年 6 月 6 日	2.7 亿欧元	70%	苏宁易购 (002024)
8	铂涛集团&PMG&New City	尼斯	法甲	2016 年 6 月 11 日	2000 万欧元	80%	—
9	联合睿康	阿斯顿维拉	英冠	2016 年 5 月 19 日	6000 万英镑	100%	—
10	雷曼光电集团	纽卡斯尔喷气机	澳超	2016 年 6 月 14 日	550 万澳元	100%	雷曼光电 (300162)
11	双剑体育	格拉纳达	西甲	2016 年 6 月 16 日	3700 万欧元	100%	当代明诚 (600136)

12	复星国际	狼队	英冠	2016年7月21日	4500万英镑	100%	复星国际(00656.HK)
13	中欧资本	AC米兰	意甲	2016年8月5日	5.2亿欧元	99.93%	融钰集团(002622)
14	云毅国凯	西布罗姆维奇	英超	2016年8月5日	1.5亿英镑	88%	棕榈股份(002431)
15	孙粗洪	伯明翰	英冠	2016年10月1日	1650万英镑	50.64%	——
16	奥瑞泰体育	欧塞尔	法乙	2016年10月19日	700万欧元	59.95%	奥瑞金(002701)
17	人和集团	雷丁	英冠	2017年5月17日	不详	不详	——
18	高继胜	南安普顿	英超	2017年8月16日	2亿英镑	80%	莱茵体育(000558)
19	众筹	埃瓦尔	西甲				

资料来源：国元证券研究中心

3. 体育产业持续开拓，影视剧作精耕内容

3.1 双刃剑：开启国际体育营销新版图

构建体育营销平台，打造自主核心 IP：作为国内领先的体育营销服务企业，双刃剑以构建的体育营销平台为核心，大力发展体育大数据、体育科技、体育经纪业务，夯实平台基础，更好地为 B 端大型商业客户服务，同时围绕“自主核心 IP”，大力发展面向 C 端客户的体育视频、体育旅游、赛事运营等业务。

“体育赞助+营销咨询+广告投放”三驾马车：双刃剑具体营销业务包括体育赞助、营销咨询和媒介广告投放，其中体育赞助是双刃剑营销业务围绕的核心，体育营销咨询是体育营销业务的基础及专业能力体现，体育媒介广告投放是体育营销多元化的有效补充。

表 5：双刃剑营销业务具体分类

业务类型	业务概述	具体服务内容
营销咨询	分析客户需求，挖掘客户企业文化、品牌及产品特色，在寻求客户品牌、产品与体育文化的高度契合的基础上为品牌公司提供体育营销咨询服务	包括提供体育营销方案咨询、体育营销方案设计、体育营销效果评估等服务
体育赞助	根据品牌公司的市场推广需求，通过整合国内外体育赛事、体育团体及体育明星等赞助资源，为客户制定有效的体育赞助营销方案，确保品牌客户的赞助权益得以实现	包括但不限于为客户提供体育营销整体解决方案、向客户销售赞助权益（包括赛事冠名、使用赞助资源方 LOGO、品牌展示机会、广告席位、免费门票等）、为客户提供合同签订、实施监督、媒体支持及效果评估等服务
媒介广告投放	基于客户市场推广需求，通过整合国内外体育媒介资源，为客户提供体育媒介广告投放服务，确保品牌公司广告投放效果的实现	提供广告投放方案策划、向客户销售广告席位、广告投放实施监督、广告投放效果评估等服务

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

深挖国际体育资源，提供专业营销服务：成立以来，双刃剑一直致力于以专业的营销服务将中国品牌推广到世界，包括世界杯、奥运会、欧洲五大联赛等。奥运会是双刃剑体育营销的重要资源，近十年来，先后与近二十个国家和地区奥委会达成长期友好合作关系，在奥运资源上取得了显著的市场优势。另外，与众多国际顶级赛事资源方、多名体育明星等建立了深厚友好的合作关系，如 ATP、WTA、澳网、中网、上海劳力士大师赛、阿布扎比网球公开赛、NBA、英超、西甲等国际顶级体育赛事，以及包括麦迪、罗布雷多、拉奥尼奇、库兹涅佐娃在内的众多体育明星。

图 20：双刃剑与多国奥委会达成长期友好合作关系



资料来源：双刃剑体育官网、国元证券研究中心

2017年10月，双刃剑与FIFA签署《2018年俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理合同》，这是国际足联第一次将独家销售代理的权利授予中国公司，开创了中国体育营销公司的先河，并在次年成功促成雅迪集团、帝牌、指点艺境三家中国企业成为2018年俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商。取得世界杯商务权益后，双刃剑又携手法国队、巴黎圣日尔曼等知名球队以及亨利、内马尔等世界大牌球星，开发亚洲区域的商务权益。

表 6：2016-2019 年双刃剑完成的体育营销项目

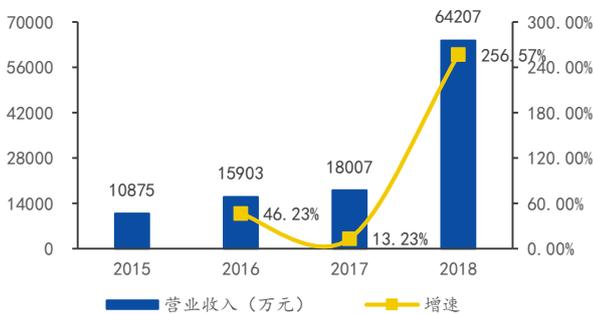
年份	项目名称	项目类型	主要内容
2016	重庆力帆足球俱乐部资讯管理服务	足球	双刃剑为重庆力帆俱乐部日常经营管理事务中的球队参赛、媒体关系处理、球员教练员经纪、广告赞助等所有相关事宜提供咨询服务
	里约奥运体育营销项目	综合	代理里约奥运会赞助事宜，代理希腊、南非、克罗地亚、乌兹别克斯坦奥委会赞助项目
	里约奥运会体育旅游项目	综合	以获取的奥运赛事门票、观赛包厢、赞助商游轮积极开拓奥运期间的体育旅游项目
	欧洲杯巨星面对面	足球	协助腾讯完成相关节目拍摄制作
	CATEGORIA 咨询服务	足球	提供足球运动员资源信息，转会中介服务等
	欧洲杯巨星面对面	足球	协助腾讯完成相关节目拍摄制作
	CATEGORIA 咨询服务	足球	提供足球运动员资源信息，转会中介服务等
	Desports 产业联盟	足球	提供体育专业服务、数据分析、青训体系
	北京中赫国安大数据分析	足球	提供球员咨询分析
	重庆力帆大数据分析	足球	提供球员训练咨询比赛咨询数据分析，引员分析
2017	Desports 产业联盟授权	足球	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
	Kam sports	足球	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
	乐视咨询	综合	为乐视香港提供咨询服务方案解决，完成其资源转售
	伊涅斯塔中国行	足球	球员为客户提供球员代言，产品露出、提升产品价值
	体育旅游阿联酋之旅/德国团	足球	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

	雅迪、指点艺境、帝牌世界杯赞助权	足球	帮助企业获得世界杯赞助
2018	华帝法国国家队	足球	为华帝获得世界杯期间法国国家队赞助权
	国美-苏亚雷斯代言	足球	为国美获得苏亚雷斯代言
	雀氏-欧文代言	足球	为雀氏获得欧文代言
	TCL-美洲杯	足球	促成 TCL 赞助美洲杯
	TCL-内马尔	足球	促成内马尔代言 TCL
2019	Purchord 葡萄牙支付宝活动	足球	提供海外地区支付宝活动落地
	Wellbet 国际乒联澳大利亚赞助	足球	促成 Wellbet 赞助国际乒联
	盼盼罗斯赞助	足球	促成罗斯代言盼盼食品
	Iconiq 北京活动	足球	提供 Iconiq 体育线下活动服务

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

营收大幅增长，利润承诺超额完成：受益于 2018 世界杯代理权成功销售的 6000 万美元净收入，公司共计实现营业收入 6.42 亿元，同比增速大幅提升至 256.57%，若剔除掉 2018 世界杯代理权的收入影响，则同比增速大致为 23.3%。双刃剑 2015-2018 年业绩承诺扣非后净利润分别为 5200 万元、6900 万元、8700 万元、10400 万元，四个年度均超额完成，展现了良好的盈利能力。

图 21：2015-2018 年双刃剑营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 22：2015-2019H1 双刃剑归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.2 新英体育：体育版权运营先行者

体育版权龙头企业：新英体育是一家依托优质体育版权，通过包括互联网、开路电视、数字付费电视、IPTV、OTT 在内的全媒体渠道从事分销和运营的专业体育内容运营商、全媒体体育文化服务提供商和体育版权分销商。2018 年 8 月，爱奇艺与新英体育传媒共同成立北京新爱体育传媒科技有限公司，独立运营爱奇艺体育平台，新英体育也改名为“爱奇艺体育”，2019 年 5 月，当代明诚受让部分新爱体育股权，对其不再拥有控制权。

图 23：新英体育更名为“爱奇艺体育”



资料来源：爱奇艺体育官网，国元证券研究中心

版权分销为核心，收入占比超 80%：新英体育凭借自身渠道优势和资源整合能力，初步形成以版权运营为基础，内容分销、广告营销和产品订阅相结合的业务模式。新英体育目前主营业务收入主要来自版权分销、产品订购、广告赞助三个板块，其中版权分销收入占总收入的比重较大，而产品订购收入和广告收入也是依托版权为基础所取得。

表 7：新英体育主营业务及模式

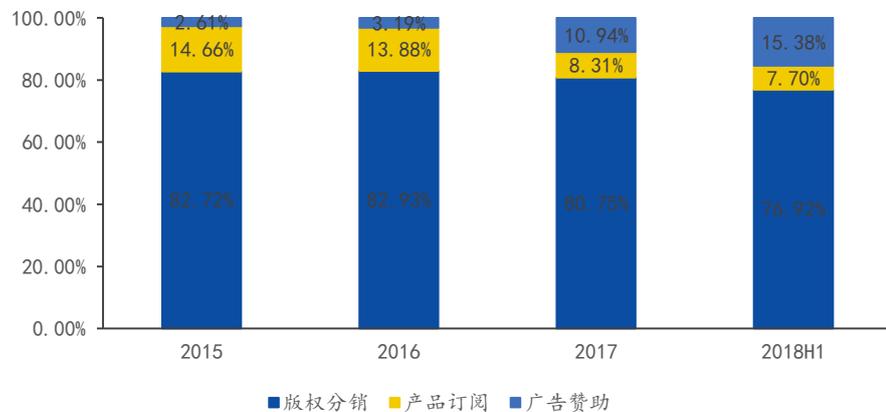
主营业务	收入对象	具体内容	签约付费方式
版权分销	专业体育频道及其他综合频道：央视体育、五星体育、北京体育等	两种分销模式：1. 向分销对象直接提供国际信号，由其自行制作视频节目；2. 新英体育提供制作加工过的节目内容 将英超直播节目加入“新视觉”频道（与上海文广联合运营），由全国 20 多个地方有线网络进行购买	央视 3 个以上赛季一次性打包，地方 1 个赛季签一次
	网络平台：腾讯、乐视、新浪、聚力传媒等		一年一签
	IPTV、互联网电视平台：百视通、乐视等		不限
产品订阅	有线电视付费服务	将英超直播节目加入“新视觉”频道（与上海文广联合运营），由全国 20 多个地方有线网络进行购买	保底许可+收益分成
	视频网站付费服务	百视通网络上载域名播放，“免费（一场）+付费（其余）”收费模式	免费+付费
广告收入	电视广告	“以版权换广告”	直接收费+间接置换



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2015-2017 年，版权分销业务收入占比新英体育总营收均超过 80%，随着与视频网站平台以及 APP 的合作加强，广告赞助收入从 2017 年开始超过产品订阅收入，占比 10% 以上且有逐年上升的趋势。我们预计 2019 年开始，新英主营业务将逐渐演变成版权分销与广告赞助两者为主，总收入体量大致为 4:1 的态势。

图 24：2015-2018H1 新英体育主营业务收入结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

抢占优质赛事版权资源，提升自有平台价值：上游优质的赛事版权是内容运营和版权分销的基础，也是核心价值体现的源泉。目前，包括夏冬季奥运会、世界杯、欧洲五大足球联赛和美国四大职业联盟在内，世界顶级体育赛事 IP 不超过 20 个，而国内除了中超和 CBA 之外鲜有优质版权和 IP 资源。近年来，对优质 IP 资源的抢夺愈发激烈。从版权分销市场的集中度来看，主要足球联赛在中国地区的权益均被新英体育（属于当代明诚）和苏宁体育（包括 PPTV 及体奥动力）取得。

新英体育凭借行业多年的经验和专业化的运营，与上游多家体育联盟建立了良好的关系，目前拥有西甲 6 个赛季、欧足联以及亚足联多方头部赛事未来几年的独家版权，在激烈的版权争夺战中抢得先发位置，不仅可以凭借顶级上游资源揽获下游优质客户，更可倚仗卓越的运营能力发挥版权的最大价值，来争取版权资源的持续性。

表 8：国内外版权赛事购买情况统计

项目种类	版权赛事名称	购买方/持有人	形式	期限	地域范围	每年均价
足球	欧足联国家联赛	新英体育	数字媒体版权	2018-2022 年	大陆地区	5000 万美元
	亚足联系列赛事	新英体育	全媒体版权和赞助	2021-2028 年	全球	-

		运营权				
	体奥动力	全媒体版权	2017-2020 年	大陆地区		
英超	新英体育	全媒体独家转播权	6 年 (2013-2019 赛季)	大陆及澳门地区	1.67 亿元	
	苏宁体育	独家全媒体版权	3 年 (2019-2022 赛季)	大陆及澳门地区	2.4 亿美元	
西甲	当代明诚	全媒体版权	5 年 (2017-2022 赛季)	大陆及澳门、台湾地区	3.5 亿元	
	新英体育	全媒体版权	6 年 (2019-2025 赛季)	大陆及澳门、台湾地区	-	
德甲	苏宁体育	独家全媒体版权	5 年 (2018-2023 赛季)	大陆地区	5000 万美元	
法甲	苏宁体育	独家全媒体版权	3 年 (2018-2021 赛季)	大陆地区	未公布	
	乐视体育	更多场次+OTT 权益	3 年 (2018-2021 赛季)	大陆地区	6530 万元以上	
欧冠	苏宁体育	每轮直播 2 场	3 年 (2018-2021 赛季)	大陆地区	2000 万元以上	
	新浪	每轮直播 2 场	3 年 (2018-2021 赛季)	大陆地区	2000 万元以上	
	腾讯体育	每轮直播 2 场	3 年 (2018-2021 赛季)	大陆地区	2000 万元以上	
中超	体奥动力	全媒体版权	5 年 (2016-2021 赛季)	大陆地区	16 亿元	
	乐视体育	新媒体独家转播权	2 年 (2016-2018 赛季)	大陆地区	13.5 亿元	
篮球	NBA	腾讯体育	数字媒体独播权	-	6.53 亿元	
	CBA	PPTV、搜狐	新媒体版权	大陆地区	2000 万元	
网球	WTA	爱奇艺	数字媒体	-	6300 万元	
棒球	MLB	乐视体育	全媒体版权	-	800 万元	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

红色标记为当代明诚拥有版权

转播赛事转播权是体育赛事所有者授权转播商制作以及播出赛事信号以获取收入的权利，也是体育赛事 IP 的核心，具备极高的商业开发价值。

图 25：体育赛事 IP 的权益划分



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

“免费+付费”相结合，多元化商业模式：从 2013-14 赛季开始，新英体育推行会员制付费模式，以促进终端受众的付费收视模式，并在 2015-16 赛季取得了独立用户（在其平台上至少有过 1 次付费行为）同比增长 6 倍的绩效。随着付费市场的发展以及消费者习惯的养成，网络视频平台的受众规模和影响力不断增大，新英体育探索出“免费+付费”相结合的会员付费模式，基于此模式建立了免费电视、付费数字频道和互联网的全媒体覆盖平台。

表 9：2017-2018 赛季英超会员权益

球票产品类型	收看权益	会员价
2017-2018 英超全季通球票	可观看全部 380 场直播比赛	268 元
2017-2018 英超死忠通球票	可观看挚爱球队 38 场直播比赛	88 元
2017-2018 英超包月球票	可观看购买日起 30 天内全部比赛直播	30 元
2017-2018 英超包季球票	可观看购买日起 90 天内全部比赛直播	88 元
2017-2018 英超单场球票	豪门对决	10 元
2017-2018 英超单场球票	普通单场	8 元

资料来源：新英官网，国元证券研究中心

在免费电视平台，新英体育联合 20 余家地方电视台组成“地方联播网”，在传统媒体端创建了“统一制作、统一播出、统一经营”的商业模式，覆盖 16 个省区、6.9 亿人口，为赛事推广起到了积极的推动作用，也为新视觉付费频道和爱奇艺主站及 APP 提供了巨大的用户转换基础。新英体育已经形成了从内容策划、主持人直播、信号传输、后期制作的成熟业务链条，并可在同一比赛提供 20 套以上不同加工信号，整体上形成了全媒体的免费及付费的产品组合体系，满足了各类媒体的需求，累积付费用户数量超过 200 万。这种“部分免费部分付费，用内容带动收费”的模式，也受到市场的高度认可和其他视频网站的广泛借鉴。

新英体育采用 B2B 与 B2C 相结合的商业模式。新英体育在 B2B 业务端拥有深厚的版权运营经验及渠道分销基础，国内很少有同时在版权获取和版权分销及运营层面均具有竞争力的企业，同时，新英体育在发展潜力巨大的 B2C 业务端占据先发优势，积累了丰富的付费收看运营经验和用户数据。新英体育充分掌握版权价值的判断依据以及各类赛事版权合理利润的报价经验，为持续取得行业竞争优势奠定了扎实的基础。

客户构成稳定，续签程度逐年提高：公司前四大客户均为稳定续签客户，合计对新英体育营业收入的贡献在各期间内均超过 60%。头部客户收入贡献率逐年呈现集中的趋势，2017H1 前五大客户共计贡献收入占比 84.21%。新英体育对顶级赛事版权的成功运营，在终端受众群体中树立了良好的口碑，预计随着 2020 年欧洲杯和 2022 年世界杯的陆续到来，新英体育将在稳定现有客户的基础上，更加完善网络营销布局，丰富产品订阅服务内容，扩大市场份额，提升盈利水平。

表 10：2015-2017H1 前五大客户情况

客户名称	2015	2016	2017H1
客户一	24.99%	32.56%	37.11%
客户二	9.91%	17.93%	27.65%
客户三	14.59%	14.16%	13.10%
客户四	14.59%	8.49%	3.64%
客户五	0.00%	4.72%	2.71%
合计	64.08%	77.86%	84.21%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

核心管理人员稳定：新英体育核心创始人为董事长李建光和总裁喻凌霄。除董事长之外，公司拥有一个 26 人的管理团队。总裁喻凌霄以及分管财务、技术、营销的

三位副总裁构成核心层，非核心层包括了7位总监和15位经理。此管理团队承诺在新英完成正式交割（2017.7）的42个月内（截止到2021.1）将保持稳定。

表 11：新英体育核心管理团队

项目	岗位	人数
原管理团队、核心层	总裁	1
	副总裁	3
非核心管理团队	总经理、总监	7
	经理	15

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.3 强视传媒：打造小而精的影视剧精品业务

专注小制作以质取胜，加强精品剧审核把控：在强视传媒多年的发展历史中，出现过多部大制作的经典影视剧作品，例如小李飞刀、金粉世家等。随着之后的制作成本攀升和市场竞争加剧等原因，公司选择投资成本低、风险可控的小制作影视剧作品，但仍取得了卓越成绩。

表 12：强视传媒历年优秀影视剧作品

名称	类别	播出年份	主演	备注
《小李飞刀》	电视剧	1998	焦恩俊、贾静雯、吴京	开创了武侠剧偶像化演绎的先河
《中华英豪》	电视剧	1999	邵兵、曹颖、陶虹	
《飞刀问情》	电视剧	2001	焦恩俊、张延、牛莉	
《金粉世家》	电视剧	2003	陈坤、董洁、刘亦菲	央视综合频道及全国省级电视台热播，创下当年全国收视率的新高，呈现万人空巷的播出盛况
《龙票》	电视剧	2004	黄晓明、秦岚、蒋欣	央视首部“以点论价”方式购入的电视剧，在央视第八频道播出
《楚留香传奇》	电视剧	2006	朱孝天、秋瓷炫	
《敌营十八年》	电视剧	2007	杜淳	央视收视率前年排名第三
《白狼》	电视剧	2010	邵兵、小宋佳	
《聊斋之狐仙》	电视剧	2011	秋瓷炫、樊少皇	
《倩女幽魂》	电影	2011	刘亦菲、余少群	
《搞定岳父大人》	电影	2012	徐峥、许绍雄、林鹏	
《花火花红》	电视剧	2014	刘涛、张嘉译、聂远	
《爱人同志》	电视剧	2016	王雷、李小萌	
《给19岁的我自己》	电影	2016	林柏宏、石安妮、何明翰	
《新龙门客栈》	电视剧	2017	马可、戚薇、沈梦辰	
《猎毒人》	电视剧	2018	于和伟、吴秀波、徐峥	荣获2018年“年度优秀剧目”等多项大奖

资料来源：强视传媒官网，国元证券研究中心

近两年来，公司愈发注重影视剧的质量审核，从源头开始进行质量把控，将剧本与受众人群分析相结合，制作符合时代潮流和大众审美趋势的精品剧。2018年，公司投资拍摄的电视剧《猎毒人》，网络视频单日点播量破4亿，单日总收视破3，在线卫视收视率破2，网络总播放量超90亿，获得《人民网》、《光明日报》、《人民公安报》的一致好评，并荣获多个奖项。

图 26：2018 年公司投资电视剧《猎毒人》大获好评



资料来源：国元证券研究中心

丰富的影视剧本和优质的 IP 储备：公司拥有丰富影视剧本资源和 IP 储备，包括《金粉世家》系列将在明年陆续播出。公司投资的电视剧《如果岁月可回头》（投资比例 49%）已于今年在东方卫视首播，年末大剧《庆余年》（公司投资比例 15%）由张若昀、李沁、陈道明等大咖主演，且将首次采用季播模式，分三季播出，第一季已于 11 月 26 日于爱奇艺和腾讯视频首播，12 月份以 32.9 亿播放量高居网络剧排名第一，日均播放量 1.3 亿。

表 13：截至 2019 年上半年公司拍摄电视剧进度情况

电视剧名称	集数	预计完成时间	合作方式	完成进度
《枫叶红了》	30	预计 2020 年上半年播出	参投	已于 2019 年 7 月 16 日开机
《金粉世家之梦》《金粉世家之飘》	45	预计 2020 年下半年播出	主投	已签订主演、制片人等主创，前期筹备，前期置景中
《大清相国》	45	预计 2020 年下半年播出	主投	已签订联合摄制合同，剧本修改完成，演员洽谈中
《人生》	50	预计 2021 年上半年播出	主投	剧本修改中
《墨者御》	50	预计 2020 年年度播出	主投	已签约联合摄制合同，已签约导演、美术、编剧，前期筹备中
《秋菊》	50	预计 2020 年下半年播出	参投	已签约联合摄制合同，剧本定稿中
《忠犬小八的故事》	42	预计 2020 年下半年播出	主投	已购买版权，已签约编剧，剧本编写中

《王牌》 50 预计 2021 年上半年播出 参投 剧本修改中

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 14：2019 年 12 月网络剧排名

排名	名称	播放量	播放平台	用户热度
1	《庆余年》	46.2 亿	腾讯视频、爱奇艺	75.1
2	《鹤唳华亭》	-	优酷视频	70.7
3	《精英律师》	9.3 亿	腾讯视频、爱奇艺	67.7
4	《剑王朝》	-	爱奇艺	61.5
5	《大明风华》	-	优酷视频	63.3
6	《第二次也很美》	20.2 亿	腾讯视频、爱奇艺、优酷视频	54.3
7	《从前有座剑灵山》	6.4 亿	腾讯视频、爱奇艺	53.4
8	《锦衣之下》	3.4 亿	芒果 TV、爱奇艺	56.1
9	《一夜新娘》	11.1 亿	芒果 TV	59.8
10	《从前有座剑灵山》	5.3 亿	腾讯视频	58.2

资料来源：艺恩数据，国元证券研究中心

3.4 细分行业渗透，快速抢占资源

3.4.1 汉为体育

依托大众体育场馆，挖掘 C 端体育用户：公司主要采取场馆依托、赛事引流、培训增值三位一体的经营模式，以场馆为核心，通过赛事为场馆和培训引流，再通过培训提升场馆与赛事的影响力与增值空间，借此吸引和扩大 C 端体育用户。近年来，汉为体育成功运营 HANWAVE 电音节、开发武汉市篮球城市超级联赛、足球城市超级联赛等自主赛事活动 IP，成为 2018 年中国足球协会会员协会冠军联赛大区赛及总决赛商务及推广合作伙伴。2019 年成功主办武汉篮球城市超级联赛，作为一项持续七年的知名赛事，“城超”已经成为武汉当地影响力最大的业余篮球联赛。

图 27：汉为体育以运动场馆为核心



资料来源：国元证券研究中心

图 28：汉为体育成功举办 2019 武汉篮球城市超级联赛



资料来源：国元证券研究中心

2018 年 3 月，汉为体育正式成为中冠联赛（原中丙联赛）商务及推广合作伙伴，携手双刃剑共同开启中冠联赛改革大幕。2019 年 2 月，两家兄弟公司又携手助力重庆斯威汽车冠名中冠联赛，既夯实了双刃剑的营销地位，又体现了上市公司旗下各子公司的协同效应。

图 29：汉为体育成为中冠联赛合作伙伴



资料来源：国元证券研究中心

图 30：携手双刃剑助力重庆斯威冠名中冠联赛



资料来源：国元证券研究中心

3.4.2 耐丝国际

控股 MBS，专注球员经纪业务：耐丝国际通过 BORG B.V. 控股 MBS（西班牙）和 MBS（英国），从事职业球员和青年球员的经纪业务及俱乐部的咨询服务。借助完善的球探系统、精准的评估体系、丰富的球员资源、出色的谈判手段以及良好的赛事运营能力和品牌推广经验，MBS 协助俱乐部完成球员转会和签约，进行商业赛事的开发、组织和运营。

表 15：2015-2018 年 MBS 签约球员数量

项目	2015	2016	2017	2018
职业球员	6	15	19	31
半职业球员	13	17	24	25
青年球员	30	42	62	55
教练	1	5	5	8
合计	50	79	110	119

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

MBS 已为苏亚雷斯、伊涅斯塔、蒂亚戈、李胜宇等多名球星提供了定制化的个人经纪服务，还常年服务于巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等著名足球俱乐部。截至 2018 年末，MBS 共签约 119 名球员，其中签约的职业球员近 80% 在欧洲第一级别联赛效力，半职业球员中多名在 18/19 赛季进入 1 队，青年球员中近 50% 来自西甲三巨头和西班牙各级别青年国家队，形成金字塔形球员储备结构，丰富的青年和半职业球员储备，以及与巴萨、皇马等球队的合作，也为球员未来的培训、流动与升值打下了良好的基础。

4. 财务分析

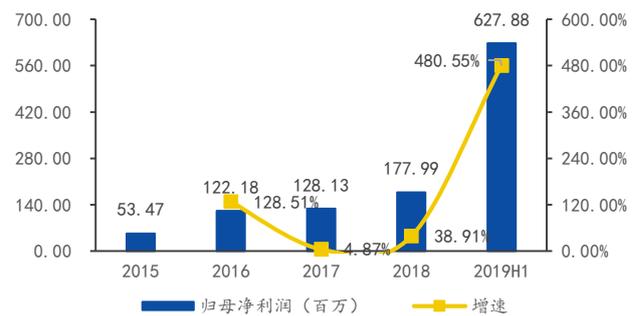
营收净利均大幅增加，三费呈增长趋势：2018年，影视业务方面成功投资电视剧《猎毒人》，体育业务方面收购的新英体育并表，全年营收大幅增长，实现营收26.68亿元，同比增速高达192.61%。2019年上半年，由于剥离对新爱体育控制权产生6.01亿元非经常性损益而后确认为投资收益，导致净利润大幅增长480.55%。由于2018年新英并表导致毛利率有所下降，三费大幅增加，销售费用率和财务费用率分别增长1.08pct和3.64pct，预计2019年之后将恢复到往年平均水平。

图 31：2015-2019H1 公司营业收入及同比增速



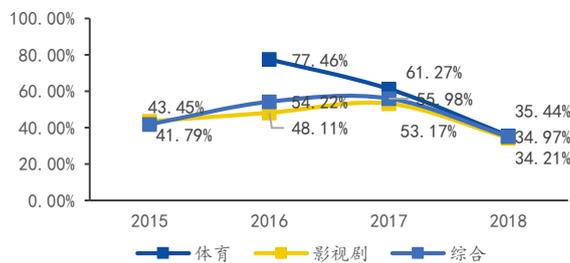
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 32：2015-2019H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 33：2015-2018 公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 34：2015-2019H1 公司期间费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

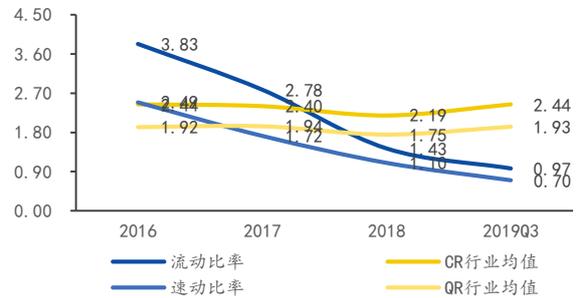
资产负债率提升，流动、速动比率下降：2015-2018年，公司资产负债率逐年提升，2017年开始超过行业平均水平，2019年Q3达60.57%，接近2016年两倍。流动比率和速动比率呈现下降趋势，均在2017年前后开始落后于行业均值，截至2019Q3，流动比率和速动比率数值均小于1。

图 35: 2016-2019Q3 公司资产负债率及行业均值



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

图 36: 2016-2019Q3 公司流动/速动比率及行业均值



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

收购造巨大商誉, 关注减值风险: 收购新英开曼带来的 23.63 亿元大额商誉使公司 2018 年商誉总额达 38.94 亿元, 占净资产比重高达 91.93%, 比前几年大幅提升, 截至 2019Q3, 商誉占净资产比重仍高达 76.59%, 预计新英未来几年极大概率均能完成业绩承诺, 但仍需关注减值风险。

图 37: 2015-2018 年公司商誉及占净资产比重



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

5.1 新英体育盈利预测

核心假设：1.根据近几年英超、西甲和德甲中国地区版权售价情况，估算国内顶级足球赛事版权分销市场规模；2.新英体育在永续期内平均每年版权取得成本为国内版权分销市场规模的**20%**；3.新英体育收入与成本比按照历史平均水平**2.4倍**估算；4.2018年底美元兑换人民币汇率为**6.8531**。

表 16：顶级足球赛事版权资源价格

赛事	价格 (亿美元)	周期	年度单价 (亿美元)
英超	7.21	2019-2022	2.40
西甲	2.85	2015-2020	0.57
德甲	2.50	2018-2023	0.50
合计	12.56	-	3.47

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

收入测算：

版权收入：扣除西甲， $2.90 \times 20\% \times 6.8531 \times 2.4 = 9.54$ 亿元人民币，即为 2022 年及永续版权收入金额。

广告赞助收入：包含新英开曼广告、新英传媒广告以及 2016-2021 年海信签约的赛事广告赞助协议。

付费电视：预测未来年度付费收入不再增长，维持 2018 年水平不变。

视频点播：包括新爱体育原平台会员订阅收入和爱奇艺新增会员订阅收入。

表 17：新英体育各项收入拆分预测 (单位：万元)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
版权分销	31847.09	58461.44	69757.85	72361.28	70358.23	81406.45	116320.44	95739.37	95739.37
付费电视	3610.31	3800.86	3885.69	3921.13	3921.13	3921.13	3921.13	3921.13	3921.13
视频点播	2034.84	5985.17	3291.04	5250.00	36751.50	48782.70	51221.84	53782.93	56472.07
广告赞助	2034.84	5985.17	9448.14	14559.54	20322.73	22665.65	25196.00	20163.27	22472.29
合计	39527.08	74232.64	86382.72	96091.95	131353.59	156775.93	196659.41	173606.70	178604.86

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 18：新英体育盈利预测 (单位：万元)

项目	未来预测数					
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一、营业收入	96091.95	131353.59	156775.93	196659.41	173606.7	178604.86
其中：主营业务收入	96091.95	131353.59	156775.93	196659.41	173606.7	178604.86
其他业务收入	-	-	-	-	-	-
减：营业成本	48985.27	62290.37	66302.40	118278.30	88722.93	91277.28
其中：主营业务成本	48985.27	62290.37	66302.40	118278.30	88722.93	91277.28
其他业务成本	-	-	-	-	-	-
主营业务税金及附加	288.75	546.55	755.46	687.10	685.84	705.58
营业费用	5466.31	7730.74	9381.88	8634.52	8618.68	8866.82

管理费用	4549.49	6537.73	7830.72	7405.02	7412.35	7625.75
二、营业利润	36802.12	54248.20	72505.47	61654.48	68166.90	70129.43
三、利润总额	36802.12	54248.20	72505.47	61654.48	68166.90	70129.43
所得税税率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
减：所得税费用	9200.53	13562.05	18126.37	15413.62	17041.72	17532.36
四、净利润	27601.59	40686.15	54379.10	46240.86	51125.17	52597.07

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

5.2 上市公司盈利预测

预计 2019-2021 年，公司影视业务实现营业收入 12.38/13.59/14.81 亿元，体育业务实现营业收入 17.25/19.15/21.05 亿元，总营业收入合计 29.66/32.77/35.89 亿元，增长率 11.14%/10.51%/9.51%，综合毛利率分别为 34.49%/34.88%/35.21%。

表 19：细分板块盈利预测（单位：百万元）

项目名称	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
影视行业						
营业收入	402.28	589.07	1130.72	1237.73	1359.15	1480.58
增长率	2.69%	46.44%	91.95%	9.46%	9.81%	8.93%
毛利率	48.11%	53.17%	34.21%	32.00%	32.07%	32.12%
体育行业						
营业收入	170.24	319.88	1535.56	1725.36	1915.16	2104.96
增长率		87.90%	380.05%	12.36%	11.00%	9.91%
毛利率	343.67%	158.17%	54.89%	56.70%	58.18%	59.42%
其他						
营业收入	-3.47	2.99	2.11	2.55	2.99	3.42
增长率	-108.81%	-185.96%	-29.24%	20.66%	17.12%	14.62%
营业收入合计	569.04	911.94	2668.39	2965.63	3277.30	3588.96
营业收入增长率	31.98%	60.26%	192.61%	11.14%	10.51%	9.51%
综合毛利率	54.22%	55.98%	34.97%	34.49%	34.88%	35.21%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

投资建议：

体育行业规模不断增长，国家政策积极引领，赛事热潮相继推动，消费升级和资本助力促使行业呈迅猛发展态势。公司“影视+体育”双轮驱动，收购体育版权龙头新英体育，同时拥有内容制作与整合营销的能力，具备核心团队和优质的渠道资源，多元化商业模式和变现模式；双刃剑是国内体育营销龙头企业，同时布局体育场馆、体育培训、俱乐部管理多个领域；影视剧精耕内容，把控审核，公司参投年末热播大剧《庆余年》，享 15% 收益分成。预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 29.66/32.77/35.89 亿元，同比增长 11.14%/10.51%/9.51%，归母净利润分别为 1.83/1.94/2.08 亿元，同比增长 2.83%/6.08%/6.90%，当前股价对应 PE 为 41/38/36 倍，给予目标价 17.78 元，给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 取得高端体育版权不确定性风险
- 核心人员流失风险
- 客户集中风险
- 电视剧拍摄进度不及预期
- 商誉减值风险

*国元持仓披露：国元持仓不超过 1%，无需披露

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3269.27	5257.27	8479.36	9122.41	10679.16
现金	560.33	852.69	755.23	1050.50	2221.09
应收账款	984.00	1981.03	2622.28	2851.69	3063.76
其他应收款	116.90	297.08	302.95	373.45	390.10
预付账款	276.95	779.54	1133.50	1187.49	1273.35
存货	1247.14	1190.43	3537.15	3535.63	3603.50
其他流动资产	83.95	156.52	128.26	123.64	127.36
非流动资产	1856.94	5376.92	4109.60	4500.99	4690.52
长期投资	0.00	0.00	0.05	0.03	0.03
固定资产	18.12	20.92	23.54	23.15	21.25
无形资产	1.92	604.82	726.01	847.19	968.38
其他非流动资产	1836.91	4751.18	3360.00	3630.63	3700.86
资产总计	5126.21	10634.19	12588.96	13623.41	15369.68
流动负债	1175.79	3680.86	3599.98	3090.57	3236.33
短期借款	591.68	1313.88	1684.29	987.82	1013.72
应付账款	141.71	451.08	625.36	653.94	706.55
其他流动负债	442.39	1915.90	1290.33	1448.81	1516.05
非流动负债	1204.48	2717.53	4052.00	5468.51	6920.60
长期借款	200.00	1621.10	3042.20	4463.30	5884.40
其他非流动负债	1004.48	1096.43	1009.80	1005.21	1036.20
负债合计	2380.26	6398.39	7651.98	8559.09	10156.93
少数股东权益	222.34	886.53	788.77	693.19	598.32
股本	487.18	487.18	584.62	584.62	584.62
资本公积	1690.90	2129.67	2824.12	2824.12	2824.12
留存收益	330.29	473.95	645.76	839.92	1047.47
归属母公司股东权益	2523.61	3349.27	4148.21	4371.13	4614.43
负债和股东权益	5126.21	10634.19	12588.96	13623.41	15369.68

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-827.30	216.68	-2637.30	622.84	641.46
净利润	148.67	80.85	85.26	98.57	112.69
折旧摊销	9.13	498.98	492.45	493.83	494.27
财务费用	94.00	372.26	370.93	376.16	378.86
投资损失	-11.74	-38.99	-63.90	-89.99	-116.07
营运资金变动	-1137.41	-780.92	-3859.34	-201.61	-272.39
其他经营现金流	70.05	84.50	337.30	-54.13	44.11
投资活动现金流	-58.04	-3817.63	728.03	-753.66	-580.39
资本支出	53.31	578.20	0.00	0.00	0.00
长期投资	-100.41	-34.27	-89.76	29.91	-9.98
其他投资现金流	-105.14	-3273.70	638.26	-723.75	-590.37
筹资活动现金流	1114.33	3584.82	1811.82	426.09	1109.52
短期借款	301.68	722.20	370.41	-696.46	25.90
长期借款	0.00	1421.10	1421.10	1421.10	1421.10
普通股增加	0.00	0.00	97.44	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	438.77	694.46	0.00	0.00
其他筹资现金流	812.65	1002.75	-771.58	-298.55	-337.48
现金净增加额	234.25	1.86	-97.45	295.27	1170.59

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	911.94	2668.39	2965.63	3277.30	3588.96
营业成本	401.47	1735.22	1942.69	2134.03	2325.36
营业税金及附加	4.10	8.08	12.07	16.05	20.04
营业费用	14.75	72.11	72.11	72.11	72.11
管理费用	162.75	237.22	317.71	398.21	478.70
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	94.00	372.26	370.93	376.16	378.86
资产减值损失	68.64	95.92	123.19	150.47	177.74
公允价值变动收益	-1.73	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.74	38.99	63.90	89.99	116.07
营业利润	191.88	198.11	211.51	244.92	280.87
营业外收入	0.00	0.61	0.03	1.18	1.76
营业外支出	1.53	1.09	3.13	5.16	7.19
利润总额	190.35	197.62	208.41	240.94	275.44
所得税	41.68	116.77	123.15	142.37	162.76
净利润	148.67	80.85	85.26	98.57	112.69
少数股东损益	20.54	-97.14	-97.76	-95.59	-94.87
归属母公司净利润	128.13	177.99	183.02	194.16	207.55
EBITDA	295.01	1069.35	1074.90	1114.92	1154.00
EPS (元)	0.26	0.37	0.31	0.33	0.36

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	60.26	192.61	11.14	10.51	9.51
营业利润(%)	20.60	3.24	6.77	15.80	14.68
归属母公司净利润(%)	4.87	38.91	2.83	6.08	6.90
获利能力					
毛利率(%)	55.98	34.97	34.49	34.88	35.21
净利率(%)	14.05	6.67	6.17	5.92	5.78
ROE(%)	5.08	5.31	4.41	4.44	4.50
ROIC(%)	5.44	3.33	2.45	2.49	2.53
偿债能力					
资产负债率(%)	46.43	60.17	60.78	62.83	66.08
净负债比率(%)	43.76	52.90	66.77	68.42	71.83
流动比率	2.78	1.43	2.36	2.95	3.30
速动比率	1.72	1.10	1.37	1.81	2.19
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.34	0.26	0.25	0.25
应收账款周转率	1.10	1.64	1.18	1.09	1.11
应付账款周转率	3.11	5.85	3.61	3.34	3.42
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.30	0.31	0.33	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.42	0.37	-4.51	1.07	1.10
每股净资产(最新摊薄)	4.32	5.73	7.10	7.48	7.89
估值比率					
P/E	57.95	41.71	40.57	38.24	35.77
P/B	2.94	2.22	1.79	1.70	1.61
EV/EBITDA	36.20	9.99	9.94	9.58	9.25

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188