

中体产业 (600158)

证券研究报告
2021年08月18日

打通体育全产业链稳居行业龙头，并购注入彩票增长新动力

背靠国家体育总局，布局体育全产业链

中体产业是国内最早以发展体育产业为本体的上市公司，布局体育全产业链，主要业务包括赛事活动、体育传播、教育培训、体育彩票、线下体育空间平台、线上数字科技平台，以及品牌运营、资本运作、标准认证、研究咨询和体育地产等。2020年主营业务收入中：房地产占比约38%，彩票相关占比约38%，赛事管理及运营占比约9%。

把握行业增长优化之势，深耕体育服务与平台建设

体育产业的市场需求与经济规模逐年增长，受政策多方面支持，具有较大发展潜力。体育产业链包括上游赛事资源、中游媒体传播、下游体育衍生产业，目前产业总值中体育衍生业务占比最高，随着相关政策的引导与居民体育消费的多元化，体育服务业占比有望不断提升。

公司业务线众多，涵盖产业核心价值链：赛事活动资源强大，专注头部IP开发运营；体育传播业务丰富，提供一站式中介服务；教育培训储备体育人才，健身平台助力全民健康。全民健身和新冠疫情背景下，国家重视体育服务综合体建设。公司将依托中体宁波项目的成功经验进行全国推广覆盖，在国家政策的支持下，体育小镇的建设也在不断推进，同时打造线上数字科技平台迎合“智慧体育”之势。

体育彩票：形成产业服务链条，建立可持续的优势

2020年对中体彩科技、中体彩印务的重要收购助力公司完善彩票业务部署。子公司北京英特达从事彩票终端机的销售与维护，中体彩科技提供体育彩票核心技术系统的研发运营维护，中体彩印务负责即开型体育彩票、电脑热敏票供应与体彩产品设计。

彩票带来盈利能力新增长，总体财务结构稳健

2020年6月公司收购中体彩科技、中体彩印务后，彩票营业收入从19年的5781.83万元提高至74972.05万元；毛利率从19年的31.46%提高至近八年最高值59%。除2020年主要因并购下降外，公司资产负债率稳定保持合理水平，现金流状况良好。

投资建议：

作为国内唯一布局体育全产业链的上市公司，公司拥有丰富的体育资源与完整的体育业务生态，在完成资产重组后，彩票业务成为公司业绩新的增长点，助力公司更好地抓住政策红利落地与行业发展优化的契机，带来可持续增长。随着近两年相关体育赛事的开办，综合预计21-23年净利润分别为1.5亿、2.4亿、2.7亿，22年预计市值124亿，对应股价为13元。给予“买入”评级。

风险提示：疫情影响风险，政策风险，赛事运营风险，经营风险，新项目未达预期

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.1元
目标价格	13.00元

基本数据

A股总股本(百万股)	959.51
流通A股本(百万股)	676.79
A股总市值(百万元)	10,650.60
流通A股市值(百万元)	7,512.39
每股净资产(元)	2.54
资产负债率(%)	35.57
一年内最高/最低(元)	17.70/10.08

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com	
文浩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002 wenhao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,523.94	1,996.33	2,401.25	3,089.14	3,643.26
增长率(%)	5.11	31.00	20.28	28.65	17.94
EBITDA(百万元)	148.42	342.65	329.00	544.24	585.58
净利润(百万元)	98.24	53.96	147.07	240.60	265.14
增长率(%)	17.09	(45.08)	172.57	63.60	10.20
EPS(元/股)	0.10	0.06	0.15	0.25	0.28
市盈率(P/E)	109.19	198.82	72.94	44.59	40.46
市净率(P/B)	6.05	4.30	4.08	3.74	3.42
市销率(P/S)	7.04	5.37	4.47	3.47	2.94
EV/EBITDA	51.39	30.60	27.89	17.96	15.78

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 背靠国家体育总局，布局体育全产业链	1
2. 把握行业增长优化之势，深耕体育服务与平台建设	1
2.1. 体育产业：政策支持下总量与结构双向发展	1
2.1.1 政策红利逐步兑现 体育产业规模保持增长	1
2.1.2 体育服务业占比不断提升，产业链结构优化势在必行	1
2.2 全方位布局体育服务 资源优势+业务协同助力	1
2.2.1 产业链布局完善 提供一站式体育服务	1
2.2.2 核心 IP 资源整合 强力支撑业务布局	1
2.3 以内容与运营为核心竞争力，实现平台全方位服务	1
2.3.1 中体城：基于宁波项目成功经验，全国开拓城市体育综合体	1
2.3.2 体育小镇：顺应政策指向，布局体育小镇建设	1
2.3.3 体育场馆：致力大型体育场馆运营服务，疫情期间寻求新突破	1
2.3.4 积极布局体育科技领域，打造线上数字科技平台	1
3. 体育彩票：形成产业服务链条，建立可持续的优势	1
3.1. 彩票行业逐渐回暖，体彩表现持续强势	1
3.2. 业务全产业部署，降本提效成果显著	1
3.2.1. 硬件支持：彩票终端机的销售与维护	1
3.2.2. 软件技术：体育彩票核心技术系统的研发运营维护	1
3.2.3. 彩票生产：即开型体育彩票、电脑热敏票供应与体彩产品设计	1
3.2.4. 收购重组助力，业务绩效增长	1
3.3. 发力产业服务链条，建立业务集群	1
4. 财务分析：彩票带来盈利能力新增长，总体财务结构稳健	1
4.1. 营收端：收入稳步增长，彩票业务突出，未来增长可期。	1
4.2. 利润端：体育板块逐渐发力，彩票大幅带动毛利增长	1
4.3. 费用端：费用控制情况良好，未来预期维持稳定	2
4.4. 现金流：疫情后现金流情况逐渐改善，现金回收能力强	2
4.5. 负债端：资本结构稳定，公司合并导致负债率降低	2
5. 盈利预测及投资建议	2
6. 风险提示	2

图表目录

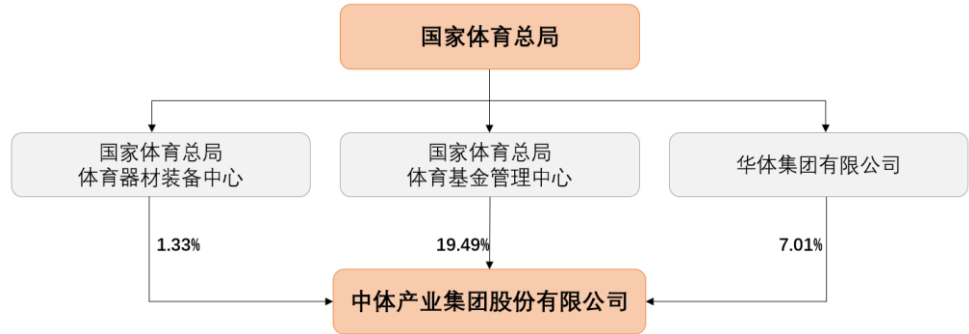
图 1：公司实际控制人为国家体育总局（截止至 2020 年）	1
图 2：公司房地产收入（亿元）及占比	1
图 3：2010-2020 年公司体育收入（亿元）及占比	1
图 4：2019 年主营业务收入分行业占比	1
图 5：2020 年主营业务收入分行业占比	1

图 6: 我国体育产业总规模及增速	1
图 7: 赛事资源、媒体传播、衍生产业构成完整体育产业链	1
图 8: 我国体育产业各分类占比 (%)	1
图 9: 2016-2019 年体育服务行业规模 (亿元) 及增速	1
图 10: 体育服务行业占体育产业比例情况	1
图 11: 中体全方位布局体育服务产业链	1
图 12: 宁波中体 SPORTS 城实景图, 上海奉贤中体城效果图	1
图 13: 江苏枣林湾运动休闲小镇效果图	1
图 14: 疫情常态化下, 中体运营管理的体育场馆承办体育活动	1
图 15: 2008-2020 彩票销售额 (亿元) 及增速	1
图 16: 2020-2021 月度彩票销售额 (亿元) 及其当月同比变化	1
图 17: 2008-2020 体彩销售占比	1
图 18: 乐透数字型占据主导地位	1
图 19: 彩票终端机种类多样	1
图 20: 2012-2020 中体产业彩票收入 (万元)、成本 (万元)、毛利率 (%) 及业务收入比例 (%)	1
图 21: 2014-2020 年营业收入 (亿元) 及增速	1
图 22: 2014-2020 各类业务收入 (万元) 及占比	1
图 23: 2014-2020 年归母净利润 (万元) 及增速	1
图 24: 主营毛利率和净利率	1
图 25: 主营业务毛利润 (万元)	1
图 26: 主营业务毛利率	1
图 27: 各项体育类业务毛利润 (万元)	1
图 28: 各项体育类业务毛利率	2
图 29: 2013-2020 公司权益净利率 (%)	2
图 30: 销售商品、提供劳务的现金流及现金流量净额 (百万元)	2
图 31: 2014-2020 年中体产业资产负债率	2
图 32: 被合并方负债率低且流动资产占比高 (单位: 百万元)	2
图 33: 2014-2020 年中体产业流动比率及速动比率	2
图 34: 2014-2020 年莱茵体育流动比率及速动比率	2
图 35: 公司可比公司	2
表 1: 公司主要业务	1
表 2: 近年来体育产业部分重要政策梳理	1
表 3: 中体体育服务主要业务	1
表 4: 中国体育小镇相关政策 (部分汇总)	1
表 5: 公司各业务收入及归母净利润预测 (百万元)	2

1. 背靠国家体育总局，布局体育全产业链

中体产业是国内最早以发展体育产业为本体的上市公司。公司成立于1998年3月，由国家体育总局（原国家体委）体育基金管理中心、沈阳市房产实业有限公司、中华全国体育基金会、国家体育总局彩票管理中心和体育器材装备中心等五家发起人共同发起组建，现实际控制人为国家体育总局。

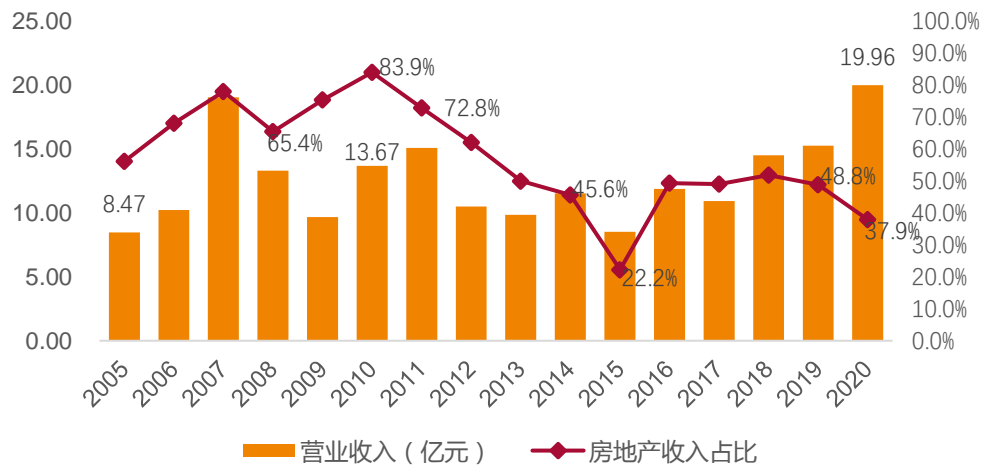
图 1：公司实际控制人为国家体育总局（截止至 2020 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司上市之初，主营业务主要为体育产品的生产、加工、经销；体育场馆、设施的建设、开发、经营；体育俱乐部的投资、经营；体育健身项目的开发、经营；体育专业人才的培训；体育信息咨询等。2000 年配股完成后，主营业务增加了体育主题社区建设等，开始着重发展房地产业务。2010 年开始，国家开始大力宏观调控房地产市场，同时国务院办公厅也先后发布了《关于加快发展体育产业的指导意见》等产业文件，公司业务中心开始从房地产回归体育产业。

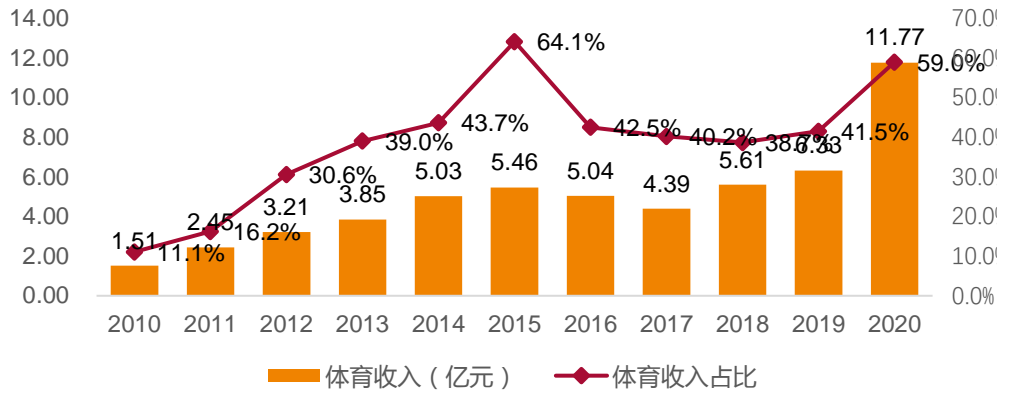
图 2：公司房地产收入（亿元）及占比



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

2010 年起，公司体育业务比重开始提升。公司旗下中奥体育产业有限公司开始正式承办北京马拉松，同年开始承办环中国自行车赛、国际沙滩排球大满贯等赛事。2012 年，公司收购收购英特达系统技术有限公司，公司主营业务增加体育彩票业务。

图 3：2010-2020 年公司体育收入（亿元）及占比



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

目前公司主要业务包括：赛事活动、体育传播、教育培训、体育彩票、线下体育空间平台、线上数字科技平台，以及品牌运营、资本运作、标准认证、研究咨询和体育地产等。2020年占主营业务收入前三的业务分别为：房地产占比约 38%，彩票相关占比约 38%，赛事管理及运营占比约 9%。

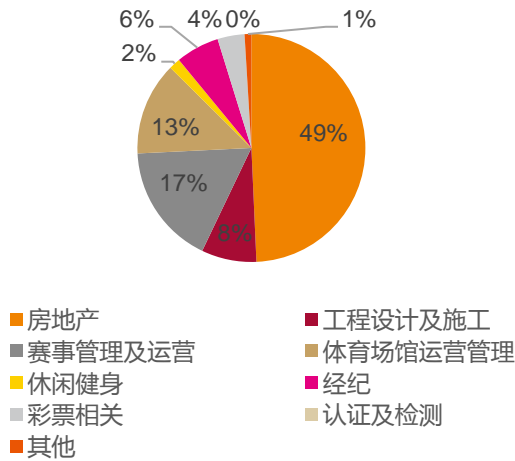
表 1：公司主要业务

业务类型	主要业务	经营模式
赛事活动	全民健身平台的建设与运营；第十四届全国运动会市场开发；大型赛事活动 IP 的策划和推广，体育职业联盟发展模式的创新和试点；大型赛事和活动票务运营服务；援萨摩亚、缅甸等体育技术援助项目等。	通过收取赛事赞助费、报名费、运营服务费、票务分成等收入盈利；通过对外援建、承包工程、设计咨询以及出口业务等收入盈利
体育传播	中国国家队队员等体育明星商务开发业务；体育公关与咨询、体育广告等业务；为北京冬奥组委及官方合作伙伴提供咨询与策划服务、组织冰雪活动、体育营销咨询、体育公关等。	通过提供体育营销传播、运动员经纪等服务获取收入
教育培训	退役军人健身教练、瑜伽导师、健美操（团操）教练等培训课程等。	通过提供体育教育培训、健身俱乐部运营等服务获取收入
体育彩票	中国体育彩票核心技术系统的研发和运营维护；中国体育彩票电脑热敏票的生产印制、即开型体育彩票印刷以及即开型体育彩票市场运营与销售系统运营维护服务；彩票终端机销售及售后维修维护服务、即开型自助终端业务、周边综合增值业务等。	通过提供信息技术研发及维护、彩票印制、彩票热敏纸及终端机销售等实现收入
线下体育空间平台	大型公共体育场馆、城市体育综合体（中体城）、体育小镇的咨询设计、开发、运营等。	通过提供咨询设计服务和场地出租、承接赛事、演出以及培训等实现收入
体育地产	大连、沈阳奥林匹克花园、中体万博怡人城市花园等项目。	通过开发体育地产取得收入

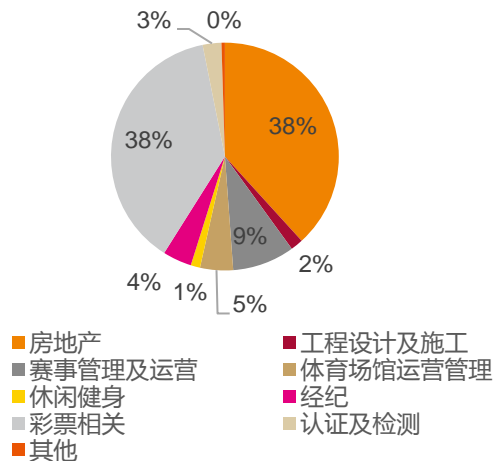
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2019 年主营业务收入分行业占比

图 5：2020 年主营业务收入分行业占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

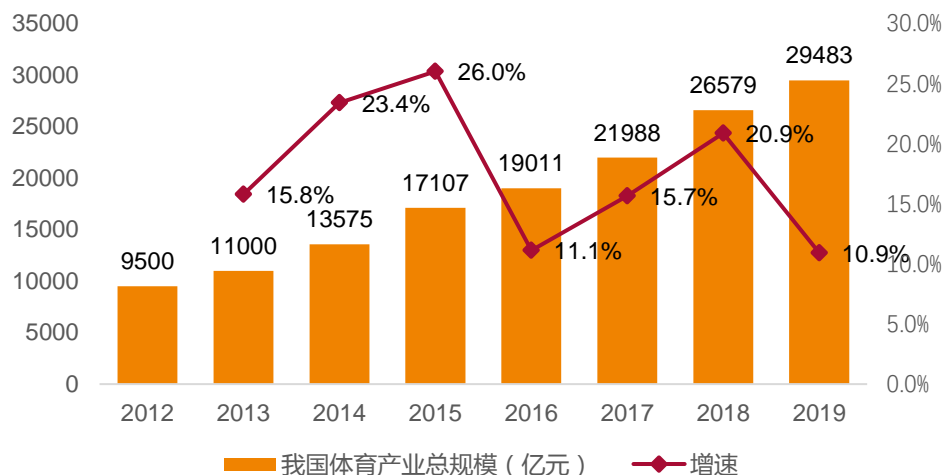
2. 把握行业增长优化之势，深耕体育服务与平台建设

2.1. 体育产业：政策支持下总量与结构双向发展

2.1.1 政策红利逐步兑现 体育产业规模保持增长

体育产业是国民经济的重要组成部分，据国家体育总局与国家统计局联合发布的体育产业经济数据显示，体育产业的市场需求与经济规模逐年增长，产业前景广阔，潜力巨大。2019年，我国体育产业总规模达 29483 亿元，较 2018 年同比增长 10.9%，实现增加值 11248 亿元。2016-2019 年总产出复合增速为 15.8%，如未来 5 年保持 10% 的增速，体育产业总规模将在 2025 年达到 52231 亿元，完成 2014 年国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》中到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元的目标，成为推动经济社会持续发展的重要力量。

图 6：我国体育产业总规模及增速



资料来源：产业信息网，Wind，天风证券研究所

为了提高人民群众身体素质与健康水平、推动体育产业成为经济转型升级的重要力量，国家十分重视对体育产业的政策引导，为体育事业的发展设立明确目标，并在具体措施上给予减税、土地规划、人才培养与就业等方面的支持。2010 年，国务院办公厅发布《关于加快发展体育产业的指导意见》，推进体育健身、体育竞赛与体育表演、体育中介、体育用品、体育服务贸易市场等多方面的进展。2014 年国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》中设立到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元的目标。2019-2020 年，

中国体育建设方面先后出台了《关于实施健康中国行动的意见》《体育强国建设纲要》《关于深化体教融合促进青少年健康发展的意见》《关于加强全民健身场地设施建设发展群众体育的意见》等与体育产业高度相关的一系列政策，以及各地方政府也出台了配套政策以推动体育产业发展目标逐一落实。

表 2：近年来体育产业部分重要政策梳理

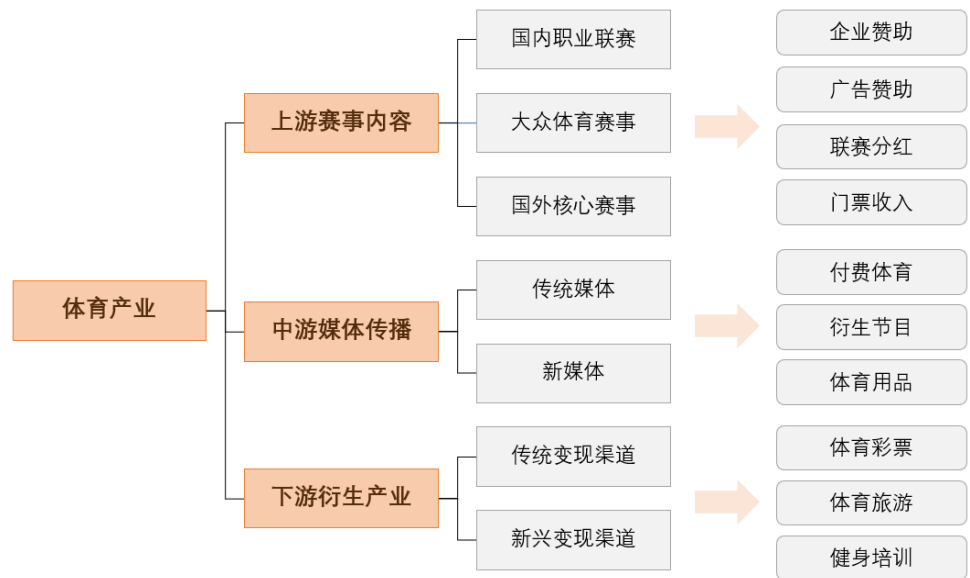
时间	政策文件	主要内容
2010 年	《国务院办公厅关于加快发展体育产业的指导意见》	大力发展体育健身市场。努力开发体育竞赛和体育表演市场。积极培育体育中介市场。做大做强体育用品业。大力促进体育服务贸易。协调推进体育产业与相关产业互动发展。
2014 年	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	到 2025 年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。
2016 年	《国务院关于印发全民健身计划（2016—2020 年）的通知》	到 2020 年……全民健身的教育、经济和社会等功能充分发挥，与各项社会事业互促发展的局面基本形成，体育消费总规模达到 1.5 万亿元，全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。
2016 年	《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	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……产业结构日趋合理，产品和服务供给更加丰富，服务质量和水平明显提高，同其他产业融合发展更为紧密，健身休闲产业总规模达到 3 万亿元。
2018 年	《国务院办公厅关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	到 2025 年，体育竞赛表演产业总规模达到 2 万亿元，基本形成产品丰富、结构合理、基础扎实、发展均衡的体育竞赛表演产业体系。建设若干具有较大影响力的体育赛事城市和体育竞赛表演产业集聚区，推出 100 项具有较大知名度的体育精品赛事，打造 100 个具有自主知识产权的体育竞赛表演品牌。
2019 年	《国务院办公厅关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	深化“放管服”改革，释放发展潜能；完善产业政策，优化发展环境；促进体育消费，增强发展动力；建设场地设施，增加要素供给；加强平台支持，壮大市场主体；改善产业结构，丰富产品供给；优化产业布局，促进协调发展；实施“体育+”行动，促进融合发展；强化示范引领，打造发展载体；夯实产业基础，提高服务水平。

资料来源：中国政府网，公司官网，天风证券研究所

2.1.2 体育服务业占比不断提升，产业链结构优化势在必行

体育产业以竞技赛事为核心构建核心层、外围层和相关产业层，分别对应着产业链的上游赛事资源、中游媒体传播、下游体育衍生产业。上游各类国内职业联赛、大众体育赛事、国外核心赛事的组织运营是竞技赛事的核心，企业通过赞助、联赛分红、门票收入等盈利；中游为赛事提供媒体传播、营销等服务；下游为包括体育彩票、体育旅游、健身培训等在内的体育衍生产业。

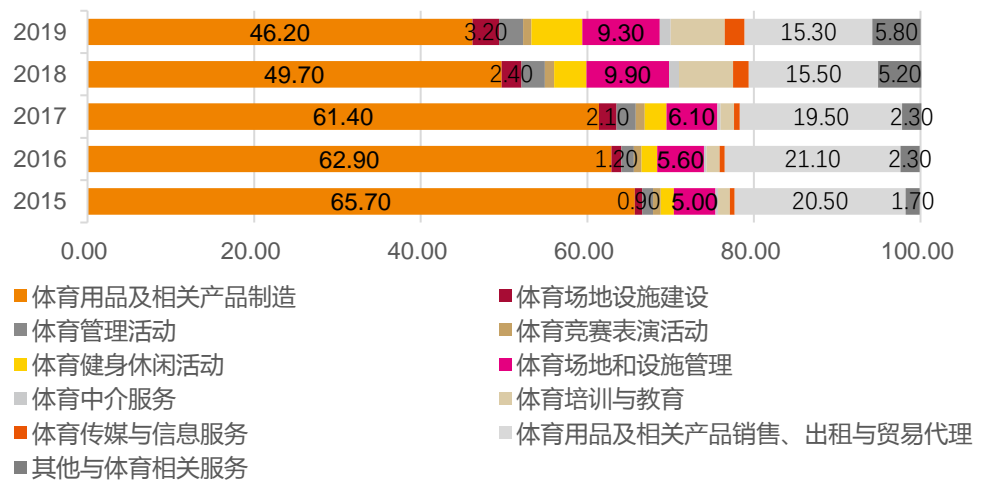
图 7：赛事资源、媒体传播、衍生产业构成完整体育产业链



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

衍生业务为主，产业结构待优化。国家统计局将体育产业分为三大类：体育用品及相关产品制造、体育场地设施建设、包括体育竞赛表演活动、培训教育、健身休闲活动等在内的体育服务业。尽管近年来体育用品及相关产品制造的产值占比不断下降，但仍在体育产业总产出中占主要地位，产值集中于产业链中下游。对比欧美国家体育服务业占比约 70%的体育产业结构，目前我国以衍生业务为主的结构将难以支撑体育产业的持续高速发展。

图 8：我国体育产业各分类占比 (%)

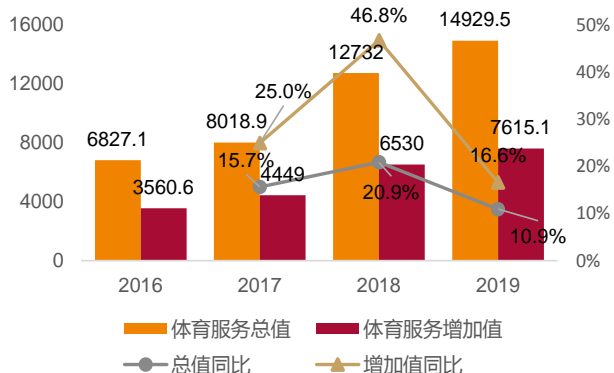


资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

随着相关政策的引导与居民体育消费的多元化，体育服务业占比有望不断提升。2019 年国务院办公厅《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》中指出：要改善产业结构，丰富产品供给，提升体育服务业比重。大力培育健身休闲、竞赛表演、场馆服务、体育经纪、体育培训等服务业态，创新商业模式，延伸产业链条。力争到 2022 年，体育服务业增加值占体育产业增加值的比重达到 60%。

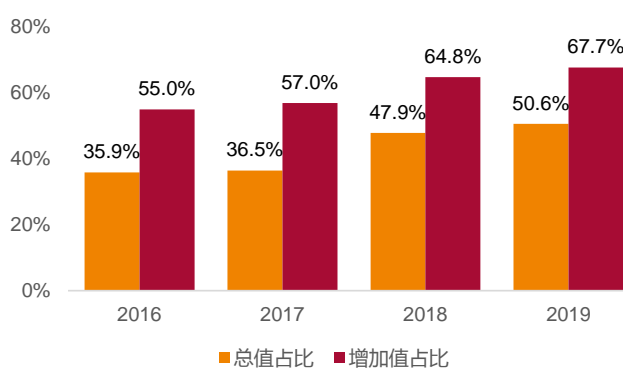
体育消费观念深入年轻一代，需求增长可期。随着居民生活水平的提高，体育消费能力也越来越强，年轻一代的 90 后，00 后是主力军。运动健身、赛事收看、赛事参与的需求日益增长。据国家统计局统计，2019 年体育休闲健身行业规模已达 1796.6 亿元。赛事举办方面，2019 年，中国共举办马拉松规模赛事 1828 场，同比增长 15.62%。累计参赛人次 712.56 万，同比增长 22.22%，体育消费需求持续增长。

图 9：2016-2019 年体育服务行业规模（亿元）及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 10：体育服务行业占体育产业比例情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.2 全方位布局体育服务 资源优势+业务协同助力

2.2.1 产业链布局完善 提供一站式体育服务

公司业务线众多，涵盖产业核心价值链。公司在体育服务产业主要运营赛事活动、体育传播、教育培训三大板块。几乎全方位覆盖国家统计局所划分的体育管理活动、体育竞赛表演活动、体育健身休闲活动等九类体育服务行业，实现业务全方位布局。

赛事活动资源强大，专注头部 IP 开发运营。赛事活动业务主要包括活动策划与推广、赛事举办与运营、体育用品特许经营零售等业务线。为冬奥会、全运会等大型综合性体育赛事提供市场开发总体方案，成为冬奥会特许零售商。中标 2022 年杭州亚运会，为市场开发和赞助商提供全面服务。获得国际顶尖帆船赛事 IP，布局水上运动产业链，取得突破性进展。

体育传播业务丰富，提供一站式中介服务。体育传播业务主要包括体育经纪业务、体育公关与咨询业务、体育营销、体育广告等。体育明星价值逐渐被发掘，中体开发中国国家队明星商业业务。开展奥林匹克日，奥运冠军天团直播等体育公关活动，助力体育传播。为冬奥会、全运会赞助商提供咨询及体育营销服务。

教育培训储备体育人才，健身平台助力全民健康。公司运营管理健身俱乐部，全面优化资产，降本增效。与国家体育总局训练局开展合作，推出退役军人、青少年培训项目，为健身行业进行人才储备，增强全民体质。

表 3：中体体育服务主要业务

业务类型	主要业务
赛事活动	全民健身平台建设及运营 赛事活动策划推广与票务运营 体育用品特许经营零售 体育技术援助项目和援外人力培训
体育传播	体育明星经纪业务 体育公关、营销咨询 赛事策划咨询 体育广告
教育培训	健身教练、瑜伽导师培训

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.2 核心 IP 资源整合 强力支撑业务布局

深耕体育产业，头部资源得天独厚。经过长时间的历史积累，公司与国内外体育组织，相

关企业等建立了良好的合作关系，拥有丰厚的无形资产。作为国家体育总局唯一一家 A 股上市公司，行业地位特殊，资源得天独厚，拥有体育赛事、体育明星、特许经营、资质认证等多重优质资源。如为北京冬奥组委及官方合作伙伴提供咨询与策划服务，中国国家队队员等顶级体育明星的经纪业务、2022 年杭州亚运会市场开发与策划服务，体育技术援外对外合作项目等。

围绕资源布局业务，加强业务集成互补助力价值孵化。拥有头部 IP 资源和完整体育服务产业链的中体产业将进一步集成业务，整合资源，发挥互补优势和协同效应，实现资源优势最大化。借由冬奥会的契机，公司牢牢抓住大 IP 资源，全面布局协同业务。围绕冬奥会展开的业务有：冬奥会特许经营零售、为组委会提供组织策划和市场运营方案，与赞助商展开深度合作提供专业咨询与营销服务，与体育明星合作开展奥林匹克日等体育公关和传播活动。在外围借由冬奥会的宣传和带动效应，积极推广冰雪活动，创办吉林国际滑雪赛事 IP，构造冰雪产业平台，实现以核心资源为依托的多业务集成协同，变现 IP 价值。

图 11：中体全方位布局体育服务产业链



资料来源：中体产业年报，天风证券研究所

2.3 以内容与运营为核心竞争力，实现平台全方位服务

在体育空间领域，公司以内容和运营为核心，发挥业务集群优势，在城市综合体、体育小镇、大型体育场馆的咨询、设计、开发、运营等方面积极布局。对于公司促进业务的转型升级，完善体育产业链布局，具有积极作用。

2.3.1 中体城：基于宁波项目成功经验，全国开拓城市体育综合体

全民健身和新冠疫情背景下，国家重视体育服务综合体建设。2019 年 9 月，国务院办公厅为推动全民健身和体育高质量发展发表意见，其中提到鼓励建设体育服务综合体：支持推出一批体育特色鲜明、服务功能完善、经济效益良好的综合体项目。同时，为应对新冠肺炎疫情对体育产业的影响，促进体育消费回补和潜力释放，推动各地体育服务综合体的培育和发展，国家体育总局于 2020 年在全国范围内征集并遴选了一批体育服务综合体典型案例，进行推广宣传，宁波中体 SPORTS 城当选。

中体宁波项目已取得良好成果，公司将依托成功经验进行全国推广覆盖，未来发展看好。首创“体育+商业”模式，宁波中体 SPORTS 城由“体育公园+全民健身中心”和“体育主题商 MALL+商业街”两大部分组成。自 2019 年 6 月正式开业以来，已取得良好运营成果，当年日常人均流量达到了万人左右。依托宁波项目的成功运营经验，公司在完善现有管理的同时，紧抓开展市场开拓，在 2019 全年共实勘、跟进、调研项目约 30 项，重点推动中体城市综合体在长三角、珠三角、成渝等地区的落地。2020 年，公司新成立了信丰中体城商业运营管理有限公司、中体城（扬州）运营管理有限公司、上海奉贤中体城体育管理有限公司等，在城市综合体领域积极向全国开拓布局。

图 12：宁波中体 SPORTS 城实景图，上海奉贤中体城效果图



资料来源：公司官网，央广网，天风证券研究所

2.3.2 体育小镇：顺应政策指向，布局体育小镇建设

体育小镇是具有体育产业基础的综合性空间，在政策利好和消费升级的双轮驱动下，行业发展迅速，前景广阔。体育小镇，又称运动休闲特色小镇，集运动休闲、文化、健康、旅游、生态、科技、养老等功能为一体，具有独特的体育文化内涵和良好的体育产业基础。自 2015 年来，国家不断出台政策，支持、推进、指导体育特色小镇的培育和发展。中国体育小镇的数量也因此高速上升，由 2014 年的 21 个增长为 2019 年的 304 个。另一方面，居民可支配收入的不断升高，为体育小镇的发展提供了经济驱动，预计中国体育小镇市场规模将持续增长。

表 4：中国体育小镇相关政策（部分汇总）

颁布时间	政策名称	主要内容
2016 年 7 月	《关于开展特色小镇培育工作的通知》	坚持突出特色、市场主导、深化改革的原则。到 2020 年，培育 1000 个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇，引领带动全国小城镇建设。
2016 年 10 月	《国家发展改革委关于加快美丽特色小（城）镇建设的指导意见》	总体上要求各小镇坚持创新探索、因地制宜、避免千镇一面。立足资源禀赋、区位优势，打造优势主导产业，再进一步延伸产业链。
2017 年 5 月	《体育总局关于推动运动休闲特色小镇建设工作的通知》	到 2020 年，在全国扶持建设一批体育特征鲜明、文化气息浓厚、产业集聚融合、生态环境良好、惠及人民健康的运动休闲特色小镇。对于纳入试点的小镇给予一定的经费资助，提供体育设施标准化设计样式，配置各类赛事资源。
2018 年 3 月	《国务院办公厅关于促进全域旅游发展的指导意见》	推动旅游与科技、教育、文化、卫生、体育融合发展。将城市大型商场、有条件景区、开发区闲置空间、体育场馆、运动休闲特色小镇、连片美丽乡村打造成体育旅游综合体。
2018 年 11 月	《体育总局办公厅关于推进运动休闲特色小镇健康发展的通知》	有效推进生产、生活、生态“三生融合，打造体育产业链条，明确主导特色产业，坚持融合发展。突出“体育+”，持续培育“体育+旅游”、“体育+文化”、“体育+康养”、“体育+教育培训”等领域。
2019 年 9 月	《国务院办公厅关于印发体育强国建设纲要的通知》	紧密结合美丽宜居乡村、运动休闲特色小镇建设，鼓励创建休闲健身区、功能区和田园景区，探索发展乡村健身休闲产业和建设运动休闲特色小镇。稳步推进运动休闲特色小镇建设，开展定期测评，实行动态调整，打造 10 个具有示范意义的小镇样板。
2020 年 9 月	《国家发展改革委关于促进特色小镇规范健康发展意见的通知》	聚力发展主导产业。错位发展先进制造类特色小镇，信息、科创、金融、教育、商贸、文化旅游、森林、体育、康养等现代服务类特色小镇，以及农业田园类特色小镇，打造行业“单项冠军”。

资料来源：国家发改委，国家体育总局，天风证券研究所

中体产业中标的江苏枣林湾运动休闲小镇（铜山体育小镇），具有较强优势和竞争力，预计未来能带来较高收益。2017 年，国家体育总局公布了首批 96 个国家运动休闲特色小镇试点，江苏枣林湾运动休闲小镇即为其中之一。该项目已于 2018 年开工，规划面积 5 平方公里，总投资约 80 亿元，其中 ppp 项目（中体产业参与）概算为 24 亿元左右。1）铜山小镇项目繁多，富有特色，具体项目主要包括体育产业学院、国家竞训中心、青少年户外运动基地、体育文创产业园、体育用品认证与研发中心等项目等；小镇同时计划培育

山地、水上汽摩、航模等特色运动，并争取重大赛事的承办。2) 铜山小镇地理位置优越，周边旅游资源丰富，能够实现资源的共享与互补。位于枣林湾生态园核心区，铜山小镇背依苏中第一山峰铜山森林公园，面临白鹭湖，与 2018 江苏省园博会、2021 世园会园区毗邻，周围集聚大量特色旅游基地，如红山体育公园、青马车寨、扬州芍药园等。

图 13: 江苏枣林湾运动休闲小镇效果图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3.3 体育场馆：致力大型体育场馆运营服务，疫情期间寻求新突破

中体产业的场馆运营业务，地域覆盖广，服务内容专业全面，具有领先优势。中体产业是国内领先的场馆运营服务机构，目前管理着佛山、天津、福州、包头、九江等多地的大型体育场馆。公司在体育赛事、体育培训、全民健身、展会、租赁、场馆代建、文艺演出等业务板块都有涉猎，并以不断扩大经营收入为中心，同时取得社会和经济效应。除此之外，中体产业还在不断探索场馆服务的多元化和场馆运营的智能化。从提供电影取景地到举办“中体教育展”，从优化信息管理系统到借助互联网渠道销售，这些创新有望为公司的场馆运营业务带来新发展。

疫情期间，场馆主营业务受到较大冲击，中体产业采取措施，降本增效。疫情的爆发和后续常态化防控，造成了各项赛事取消、体育场馆大范围关闭，重创体育产业，中体产业在 2020 年度净利润也相应下滑。作为调整，公司在人员配置、能耗管控、资源利用、补贴申请等方面，不断探索优化，实现了一定的“降本增效”。预计在疫情过后，市场体育消费热情复苏，公司业绩将迎来新增长。

图 14: 疫情常态化下，中体运营管理的体育场馆承办体育活动



资料来源：武清区体育局，包头市体育局，天风证券研究所

2.3.4 积极布局体育科技领域，打造线上数字科技平台

“新基建”背景下，“智慧体育”正成为行业发展新趋势。“新型基础设施建设”这一概念，首次提出于 2018 年中央经济工作会议，旨在加快 5G 商用步伐、推动发展人工智能、工业互联网、物联网等。基于该背景，体育产业也将迎来“智能时代”。以智慧场馆管理平台为例，该平台依托物联网等技术，可以实现场馆全数字化管理，实时获取场馆运营数据，提供智慧的信息发布、门禁管理、赛事报名、能耗监控等服务。

2020 年，中体产业成立中体数科公司，积极布局体育科技领域。据公司年报披露，中体数科打造的线上数字科技平台，旨在重点探索体育数据的应用，以数据支持体育智能化发展，将科技与城市体育相结合，进而为城市体育数字一体化建设提供解决方案。目前该公

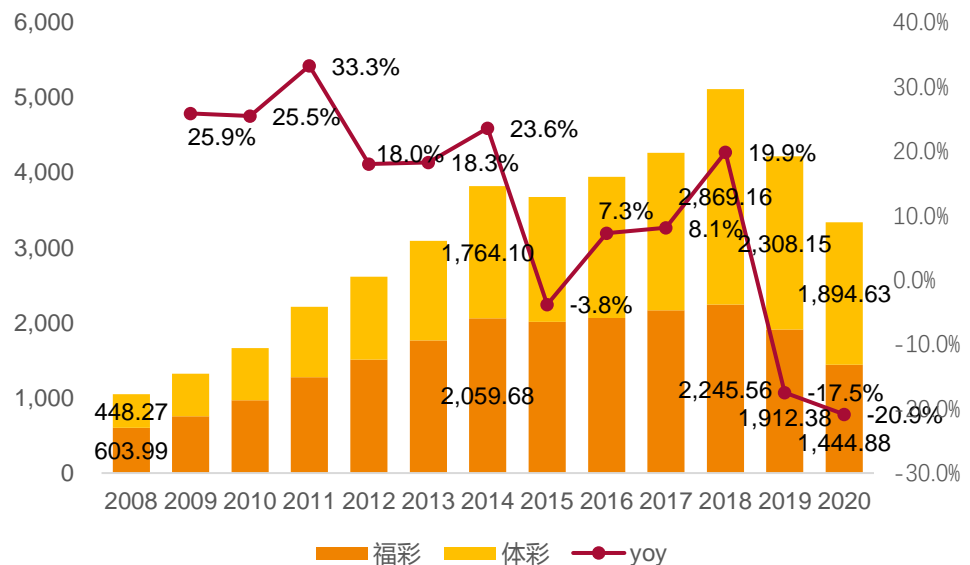
司在这一领域已取得较大进展，其自主研发的“中体云馆项目一期”体育场馆运营管理平台，已在江苏仪征综合体育馆试点上线。

3. 体育彩票：形成产业服务链条，建立可持续的优势

3.1. 彩票行业逐渐回暖，体彩表现持续强势

2020年全国共销售彩票3339.51亿元，同比下降20.9%。其中福利彩票机构销售1445亿元，同比下降24.4%；体育彩票机构销售1895亿元，同比下降17.9%。总体来看，18年后彩票销售出现了负增长，并且因为新冠疫情的影响，20年度负增长幅度进一步扩大且当月同比增长均为负值。

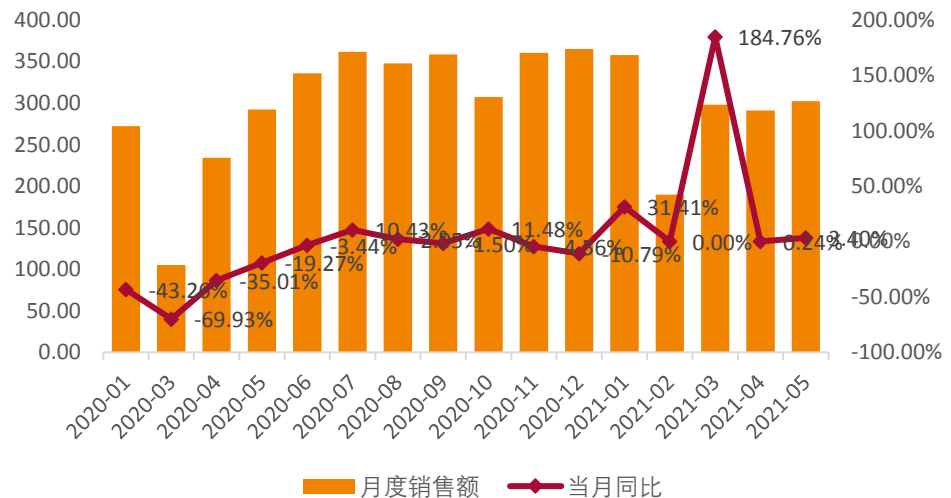
图 15：2008-2020 彩票销售额（亿元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

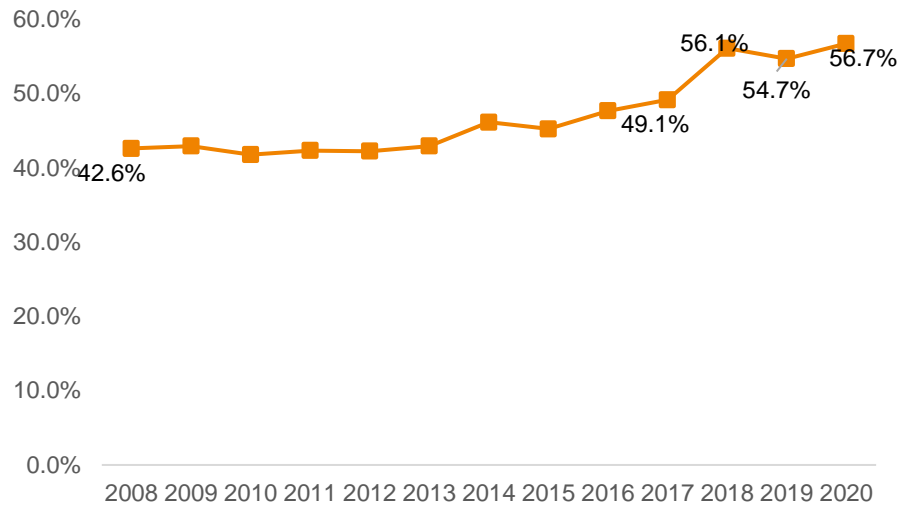
但自 21 年 1 月起至 5 月，当月同比增长开始回正，彩票销售情况比起 20 年改善回暖。并且即便在 2018-2020 彩票行业整体低迷的时候，体育彩票占彩票总销量的比例仍稳中有进，从 18 年的 56.1%提高至 20 年的 56.7%。

图 16：2020-2021 月度彩票销售额（亿元）及其当月同比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

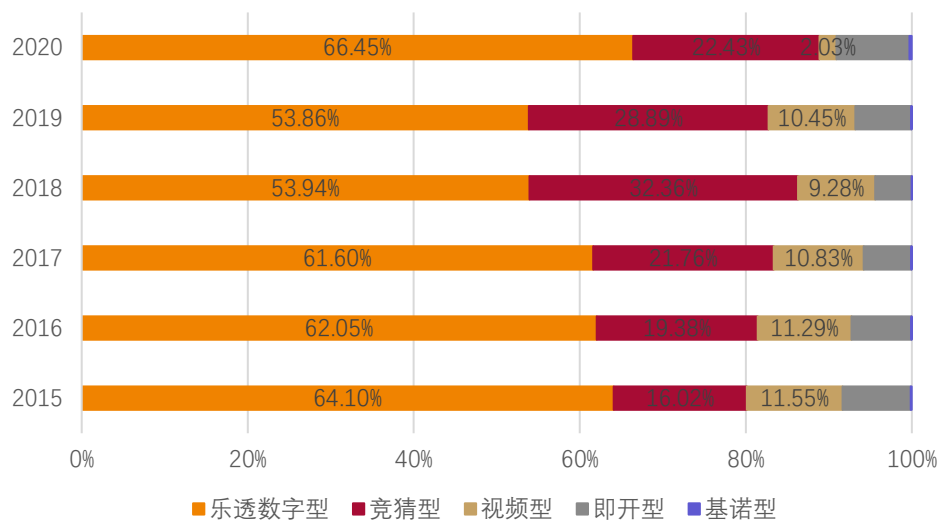
图 17：2008-2020 体彩销售占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

在彩票类型方面, 乐透数字型仍延续着过往的优势, 于 20 年重归销量 60%以上, 而竞猜型彩票在过去两年各大体育赛事因疫情影响而多有推迟的情况下, 所占份额逐年降低, 由 18 年的 32.4%降至 20 年的 22.43%。其他类型的彩票占比较低。

图 18: 乐透数字型占据主导地位



资料来源: 财政部, 天风证券研究所

3.2. 业务全产业部署, 降本提效成果显著

3.2.1. 硬件支持: 彩票终端机的销售与维护

中体产业子公司北京英特达系统技术有限公司主要负责彩票终端机的销售及售后维护业务, 覆盖新型彩票的终端服务 (如即开型自助终端业务) 和周边综合增值业务。

英特达是国内体彩行业少数可以自主设计、研发彩票终端机和相关产品的企业之一, 技术实力过硬, 至今已获得 23 项彩票行业软件著作权和 16 项彩票终端机技术专利。产品品类多样, 紧跟当今彩票玩法趋势。

图 19: 彩票终端机种类多样



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2.2. 软件技术：体育彩票核心技术系统的研发运营维护

2020年6月，中体产业通过发行股份与现金支付的方式购买中体彩科技51%股权，取得对其控制权。

中体彩科技的产品覆盖责任彩票、品牌建设、乐透型彩票运营等体育彩票核心业务领域，在年实践发展中，积累了技术规划、行业应用研发、全国大型项目测试、集成测试、运行维护及技术支持等专业能力。研发了体育彩票统一发行与销售管理平台、全热线游戏系统、高频游戏系统等核心生产系统，担负着国家主数据中心和第二数据中心的运维重任。

公司本块业务主要有两大服务对象，对于国家体育彩票中心，公司提供发行与销售管理平台、高频系统、乐透二代交易和游戏管理系统，整合不同数据来源，及早获取行业洞察力；第二类服务对象是各省市的体育彩票中心，公司提供集中模式接入平台、帷胜决策分析系统等服务来服务运营网点用户的接入需求和体彩机构的商业数据分析、决策需求。

3.2.3. 彩票生产：即开型体育彩票、电脑热敏票供应与体彩产品设计

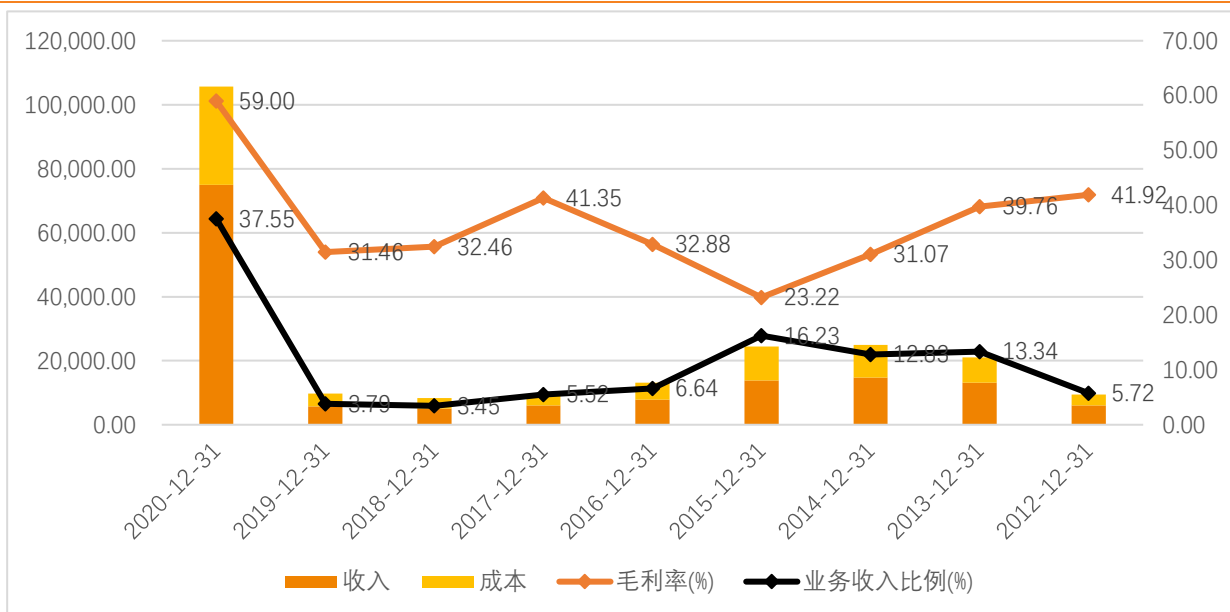
以彩票生产为核心的业务主要由中体产业子公司中体彩印务技术有限公司运营。中体彩印务成立于2003年，是中国体育彩票印刷产品的专业供应商和即开型体育彩票的市场运营服务商。历经多年的不断创新发展，公司汇聚了高素质的设计、营销、服务及管理团队，配备了国内一流的先进生产设备，已经发展成为一个拥有即开票、热敏票和体彩产品专业设计三大业务，融产品设计、生产印制、市场运营和系统运维为一体的体育彩票综合服务商，为国家体彩中心、全国各省市体彩中心提供产品和服务。

公司电脑热敏票业务主要为热敏票的生产印制，主要服务于各省市体育彩票中心；即开型体育彩票的生产印制、游戏研发、市场咨询等服务，其中生产印制业务技术壁垒较高，目前只有中科彩为竞争对手，同时公司提供即开型体育彩票的运营与销售系统运营维护系统，为国家体育中心向中体彩印务单一来源采购。

3.2.4. 收购重组助力，业务绩效增长

中体产业彩票相关业务收入在14年达到最高值1.48亿，进而在15-19年逐年降低，毛利率在12年至19年有所下滑，从12年的41.92%降至19年的31.46%。在2020年6月公司收购中体彩科技、中体彩印务后，收入以及毛利率都有了显著的提高，营业收入从19年的5781.83万元提高至74972.05万元；毛利率从19年的31.46%提高至近八年最高值59%。更为重要的，中体产业总体营收21年第一季度相比20年同期上涨46.98%，便主要是彩票相关收入及体育经纪服务收入同比增加导致的。

图 20：2012-2020 中体产业彩票收入（万元）、成本（万元）、毛利率（%）及业务收入比例（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 发力产业服务链条，建立业务集群

2020年6月8日，公司通过发行股份及现金的方式购买中体彩科技51%股权，通过支付现金的方式购买中体彩印务30%的股权。资产重组后，公司持有中体彩科技51%股权，中体彩印务30%股权，通过中体彩科技间接持有中体彩印务40%股权。

通过此次资产重组，公司的产业布局覆盖体育彩票产业核心价值链。公司在彩票核心技术领域拥有多年专业化的产品研发设计经验及数据生成等方面的技术优势及服务经验，为彩票网点提供集成平台与商业分析系统，为国家体彩中心提供彩票发行管理平台及乐透型体育彩票产品；公司在即开型彩票的生产印刷，市场运营、系统维护等方面有专业化优势，为实体网点提供彩票生产印刷，即开型彩票商业咨询的服务，为国家体育彩票中心提供运营服务。这与公司本就有的终端销售与维护业务互为补充，建立了体彩软件服务、终端设备、印刷销售，相关商业咨询为一体的产业服务链条。

除此之外，公司在体育彩票发行管理平台、乐透型体育彩票产品技术服务、即开型彩票印刷、即开型彩票市场运营与销售系统业务方面竞争对手极少。除即开型彩票印刷有中科彩作为竞争对手，其他三项业务均为单一来源采购，并且鉴于行业的敏感性，此优势大概率会保留下去。

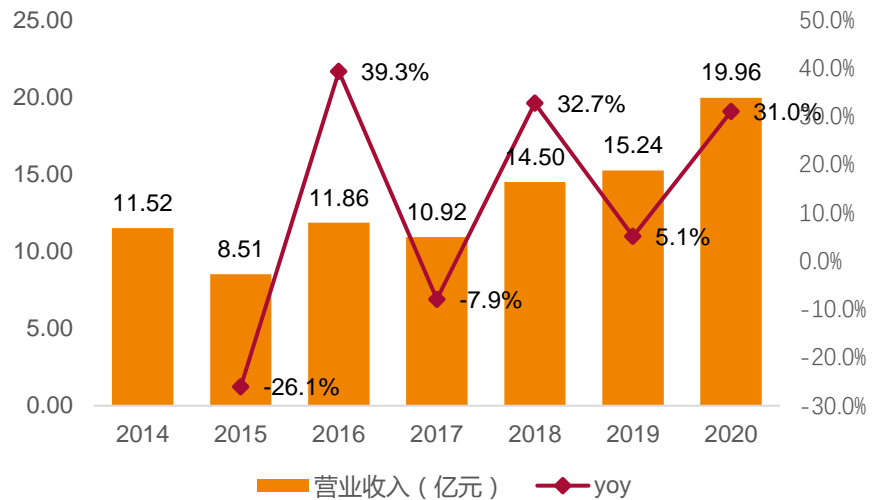
而在疫情期间，公司又投入大量成本在两家公司的研发升级事务上。两家公司稳妥推动生产线升级改造、新技术研发、传统票工艺创新研究等重点项目。可以预见，其技术壁垒将会延续下去。在这样的情况下，公司切入彩票行业中上游板块，增加了自身在体彩行业的业务能力与盈利能力，同时大大提高了持续发展的潜力，全产业链布局，成为体彩行业的龙头企业。

4. 财务分析：彩票带来盈利能力新增长，总体财务结构稳健

4.1. 营收端：收入稳步增长，彩票业务突出，未来增长可期。

2014-2020年，中体产业营业收入略有波动，总体趋势平稳上升。2014-2017年，公司年总营收在11亿元左右波动；从2017年开始，营收数值逐年增长。其中2019-2020年的增长较为显著，总收入由15.24亿元增长至19.96亿元，增速高达31%。

图 21：2014-2020 年营业收入（亿元）及增速

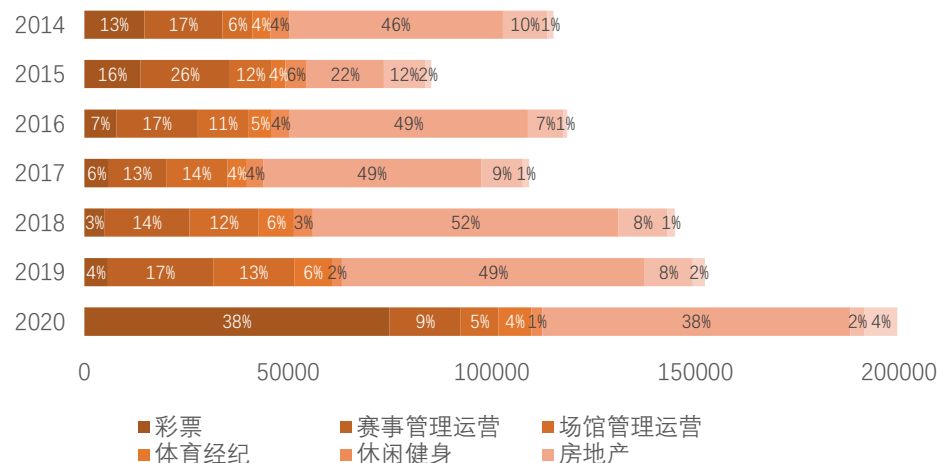


资料来源: Wind, 天风证券研究所

新冠肺炎疫情和彩票业务是 2020 年营收变化的主要影响因素。受疫情影响,大量大型赛事取消,场馆暂停营业,公司在赛事管理、场馆运营等业务的收入净值和占比同时下降。与此相反,中体彩的彩票收入在 2020 年有新突破。如上文(3.2.4)所述,公司于 2020 年 6 月收购中体彩科技、中体彩印务,两家在彩票产业链中上游具有较强壁垒的公司,实现了彩票行业全产业链布局。目前彩票业务带来的收入已经达到中体彩总营收的 38%,而该比例在过去 5 年平均为 6%左右,且从未超过 16%。

海南马彩问世可期,中体彩有望实现新增长。2018 年,国务院颁布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》,鼓励在海南进行赛马运动项目,并探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票,首次肯定了赛马运动的合法性。中体彩作为在体育彩票、赛事运营、场馆管理等领域领先的企业,有望受益于中国赛马运动及赛马彩的发展,预计未来营业收入将实现持续高增长。

图 22: 2014-2020 各类业务收入 (万元) 及占比

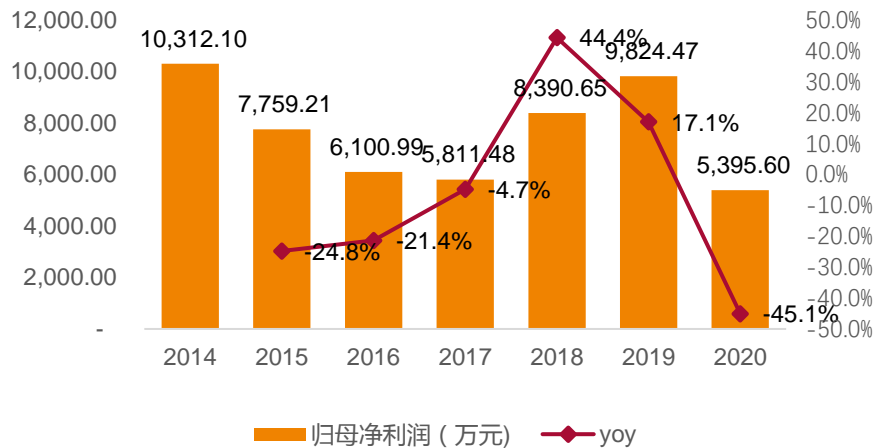


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 利润端: 体育板块逐渐发力, 彩票大幅带动毛利增长

净利润 17 年后稳步上升, 20 年净利润受疫情影响明显, 有望 21 年稳步恢复。2018 年,公司扩大战略布局,归属于上市公司股东净利润为 8391 万元,较上年同期增长 44%,开始了稳步提升。但 2020 年公司实现归母净利润仅 5395 万元,同比减少 45.10%,主要是由于线下端业务经营受到了一定程度的影响,例如北京马拉松比赛无法举办,线下体育空间平台上半年无法正常开馆运营,导致收入降低。21 年上半年各体育赛事、场馆正在逐步回归开放,因此有望 21 年恢复常态。

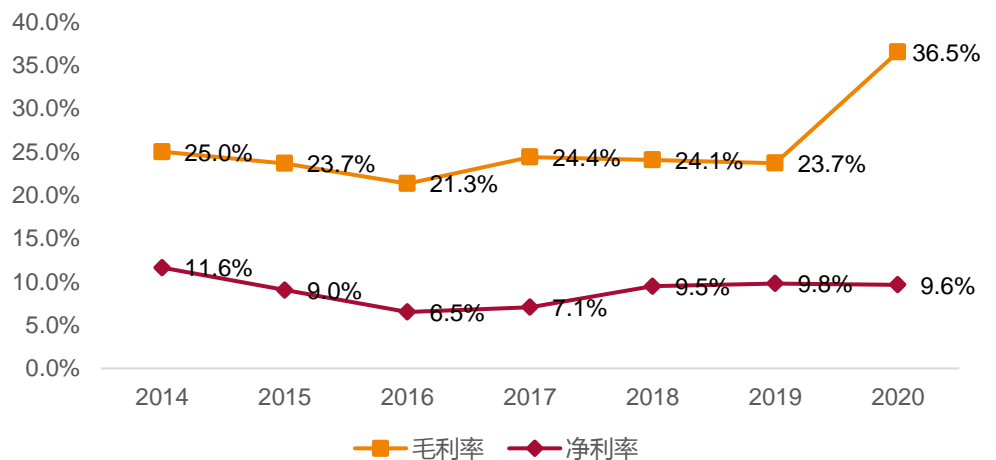
图 23：2014-2020 年归母净利润（万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

毛利率稳步上升，净利率保持稳定。公司毛利率近几年稳步增加，毛利率的增加在行业上主要反应在房地产和体育行业的营业收入增加、营业成本下降；而在工程设计及施工行业上则毛利率有所下降。而在净利率方面，因毛利率和期间费用率波动较小，净利率整体保持稳定，2018 年起位于 9% 浮动。

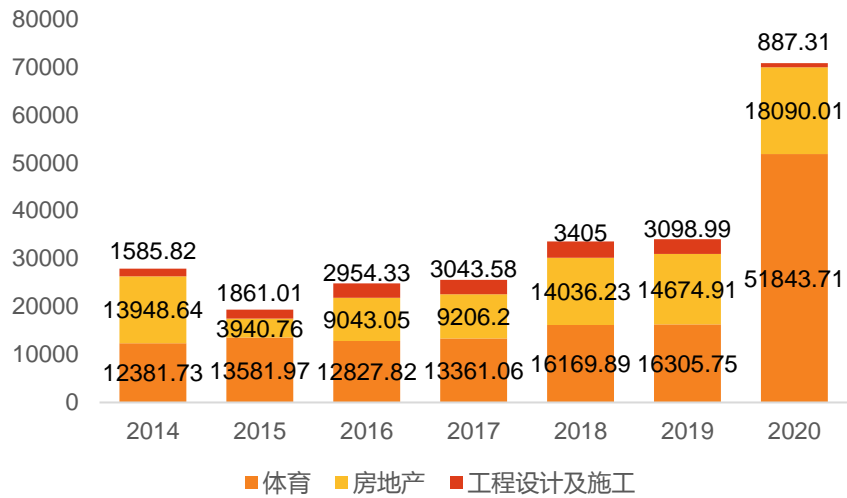
图 24：主营毛利率和净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

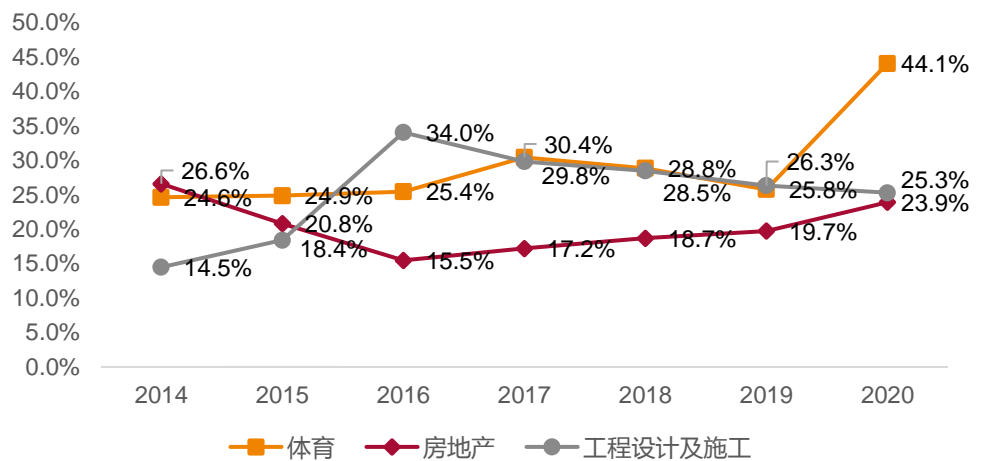
体育行业毛利润、毛利率上升迅猛，工程设计及施工略有下降。2019-2020 年，体育行业毛利润从 1.6 亿元上升至 5.2 亿元，毛利率从 26.3% 上升至 44.1%，增幅显著。赛事管理及运营业务中，2019 年武汉军运会收入、马拉松赛事收入增加。体育场馆运营管理业务中，2019 年新增宁波中体场馆、包头中体场馆带来的收入，以及天津中体场馆相比 2018 年同期新增马拉松残奥会承办收入。2020 年由于疫情的影响，工程设计施工受影响明显。

图 25: 主营业务毛利润 (万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

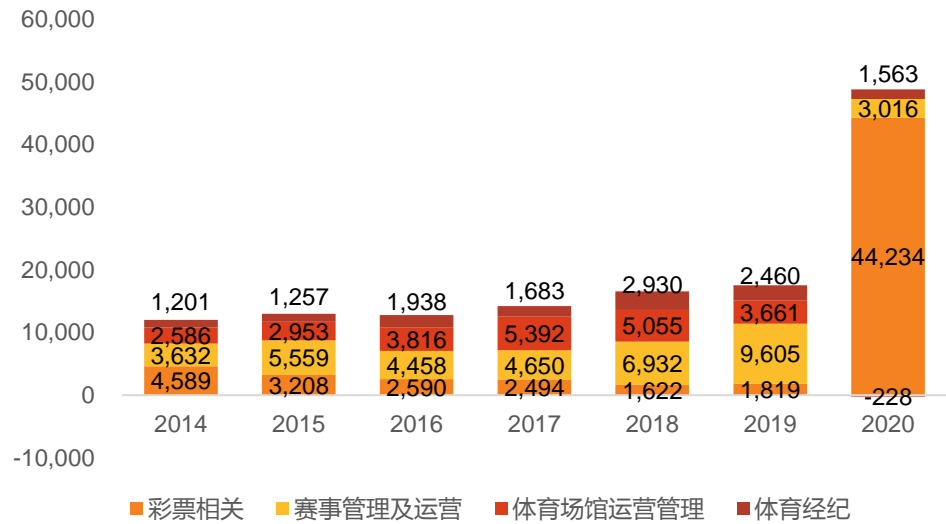
图 26: 主营业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

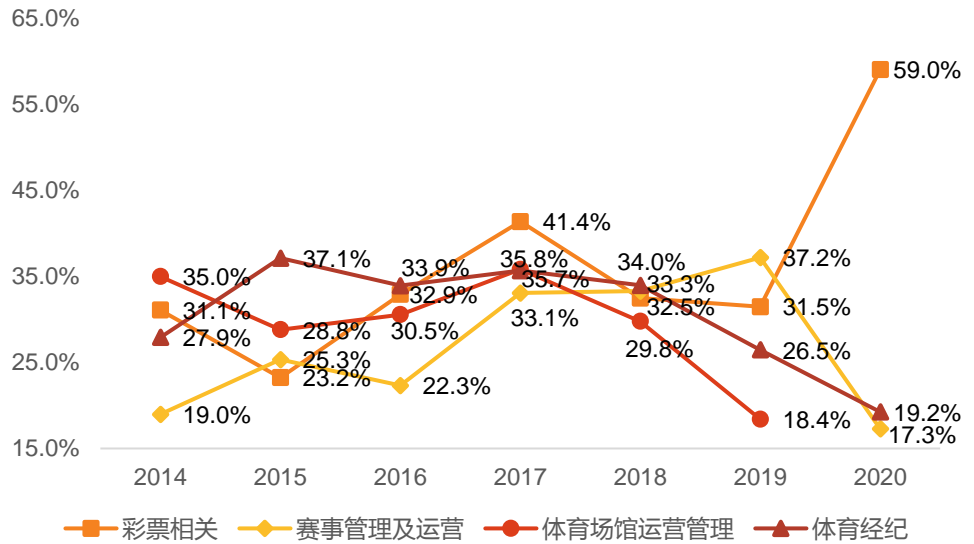
体育行业中,彩票相关增幅明显,体育赛事、场馆运营由于疫情影响不及预期。体育行业是公司实现主要营收的行业,近年来,彩票相关成为体育类业务行业的主力军。公司通过提供信息技术研发及维护、彩票印制、彩票热敏纸及终端机销售等实现收入。公司 2019 年收购的中体彩科技和中体彩印务的主营业务属于体育彩票服务的中游和下游板块,在体育彩票领域具有较强的竞争优势,其中中体彩是可以提供体育彩票发行管理平台及乐透型体育彩票产品专用的技术服务商,因此公司在 2019-2020 年在彩票方面表现亮眼。在体育赛事、场馆运营方面,虽然公司一直处于市场龙头地位,但在 2020 年由于疫情影响毛利润下滑显著,赛事管理及运营板块毛利润下降 68.6 个百分点,体育场馆运营管理板块毛利润下降 106.2%,随着疫情好转或将逐步恢复。

图 27: 各项体育类业务毛利润 (万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

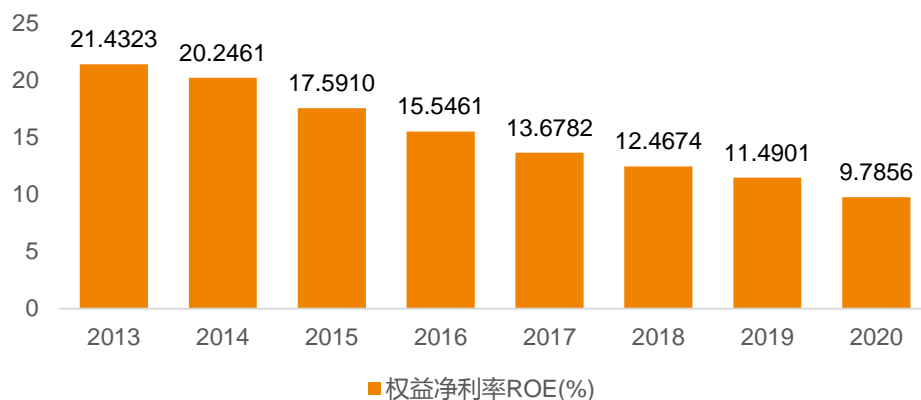
图 28: 各项体育类业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

ROE 有待改善。公司净利润有下滑趋势，ROE 自 2013 年起逐年下降，目前在 10%左右，是由于股东权益大幅扩张导致。但是公司净利润和现金流表现良好且有稳步增长的趋势，等资产回笼后可能会有所改善。

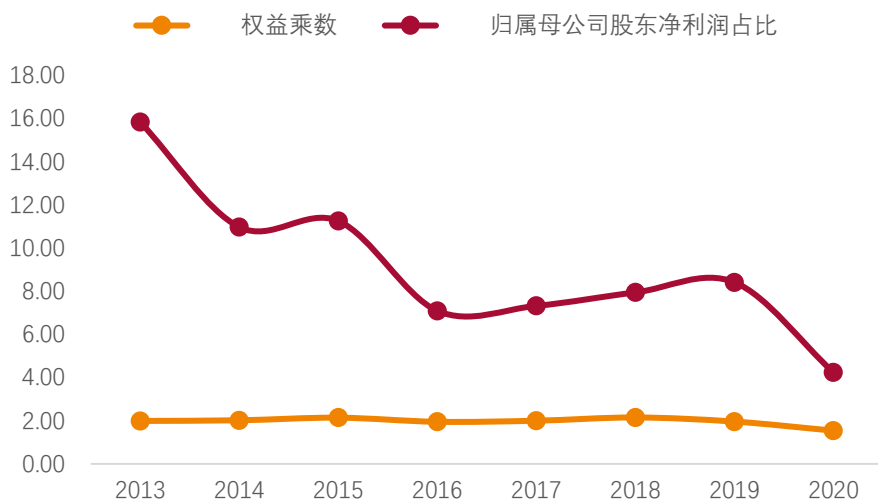
图 29: 2013-2020 公司权益净利率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

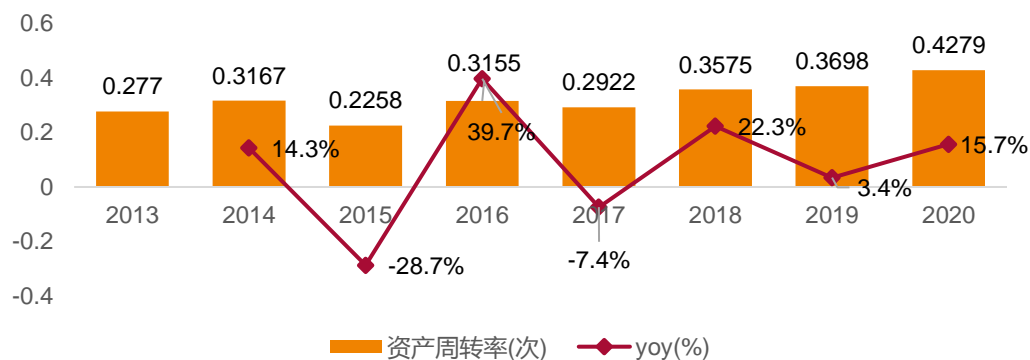
负债率良好, 归母净利润占比有所下滑, 资产周转率基本稳定。公司权益乘数近年来始终稳定在 2 左右, 而归母净利润占比 2013 年来呈现下降趋势。企业自有资本占比高, 财务杠杆低, 资金成本高。同时, 公司资产周转率基本保持稳定, 在 0.45 次左右, 高于传媒文化的平均周转率 0.3 次, 运转情况良好。

图 30: 权益乘数和归母净利润占比 (%) 变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 资产周转率及资产周转率同比增长

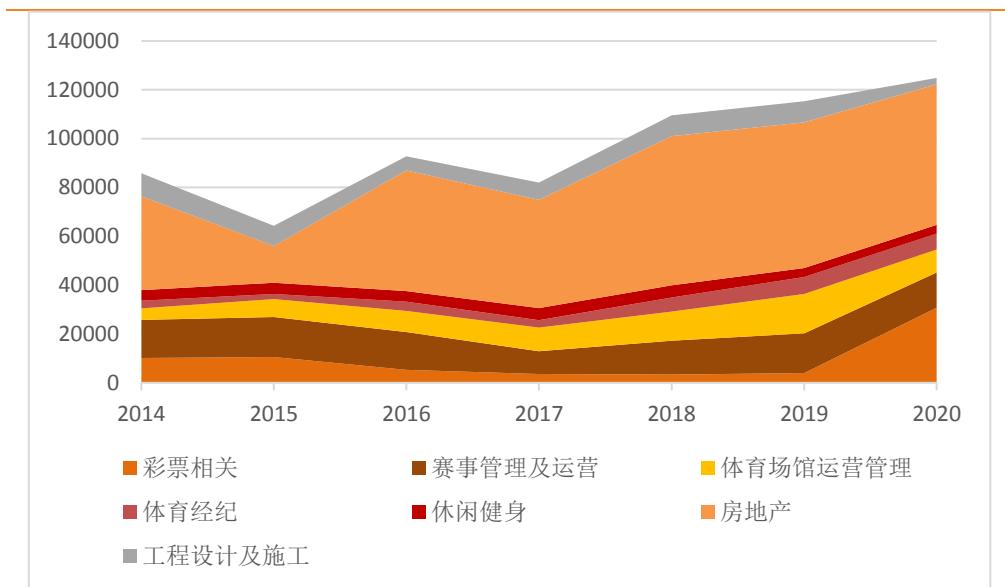


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.3. 费用端: 费用控制情况良好, 未来预期维持稳定

中体产业各业务支出占比总体较为稳定，2020 年彩票业务成本大幅上升。房地产业务成本占比最高，近几年来均占到总成本的 50%左右。2014 年以来，公司在赛事运营、场馆管理、休闲健身、体育经纪等业务方面，成本数值略有波动，但总体上维持稳定。彩票业务方面，2020 年以前中体产业在该领域投入成本较低，数额在 2017-2019 年达到低点，稳定在 3500 万上下。在 2020 年收购中体彩印务、中体彩科技两家公司后，中体产业在该领域加大研发投入，推动生产线升级改造、新技术研发、传统票工艺创新研究等项目，加宽中体产业在彩票行业的护城河。

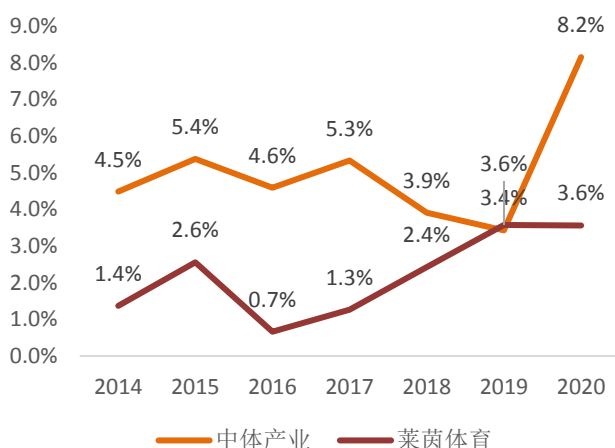
图 32：2014-2020 各业务成本（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

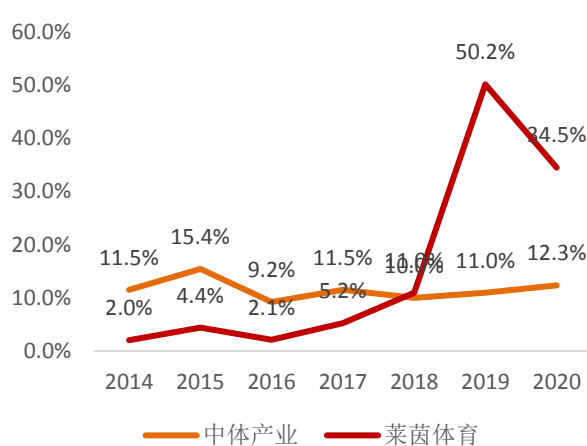
对标体育地产开发商莱茵体育，中体产业的销售费用率和管理费用率较为稳定，处于健康范畴。从销售费用率来看，中体产业的比值在 2014-2017 年稳定在 5%左右，显著高于莱茵体育；在经过 2018、2019 两年的缓慢下降后，中体的销售费用率在 2020 年急剧上升到前一年的两倍以上（8.2%），主要企业合并导致人工和技术服务费等费用显著增加。从管理费用率来看，莱茵体育在 2017 年后变化剧烈，在 2019 年该数值高达 50.2%，而中体产业的管理费用率在近 6 年来稳定在 11%-15%的区间内，反应出公司对于管理费用较强的控制能力。

图 33：2014-2020 中体产业、莱茵体育销售费用率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：2014-2020 中体产业、莱茵体育管理费用率对比



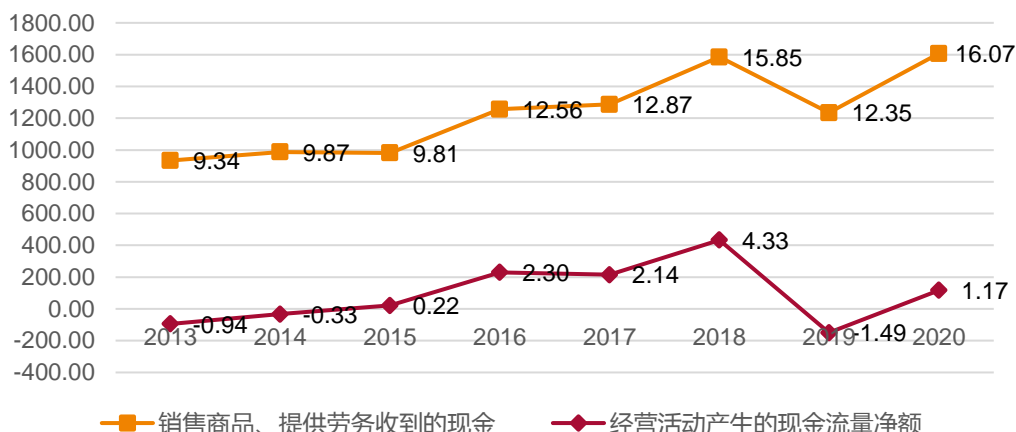
资料来源：wind，天风证券研究所

4.4. 现金流：疫情后现金流情况逐渐改善，现金回收能力强

现金流较为良好，公司运转正常。公司在销售和提供劳务的现金流周转上稳中有升，随着公司收购和体育项目推进的结束以及疫情回暖，销售和提供劳务的现金流从 2019 年的

1235 万元上升到 1607 万元。现金流净额也随各项目开展持续改进。总体而言，公司经营情况和资金情况较好。

图 30：销售商品、提供劳务的现金流及现金流量净额（百万元）

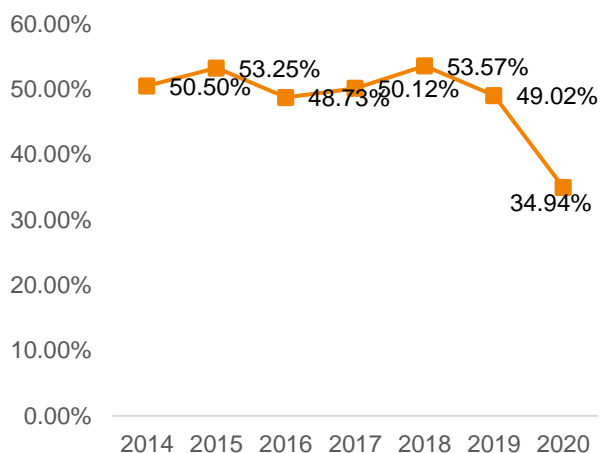


资料来源：wind，天风证券研究所

4.5. 负债端：资本结构稳定，公司合并导致负债率降低

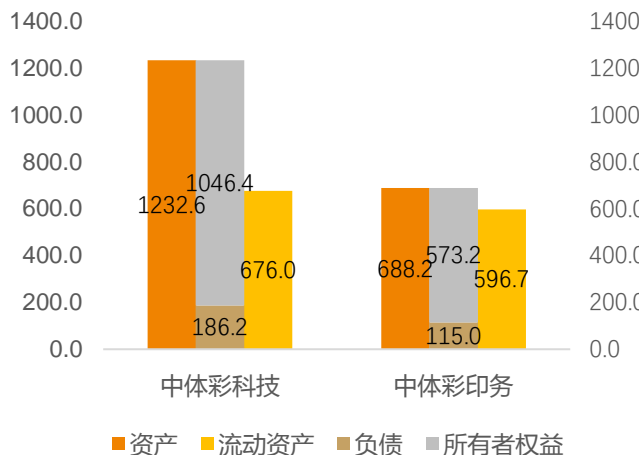
资产负债率稳定保持合理水平，2020 年主要因并购下降。2014-2019 年公司资产负债率略有波动但始终保持在 50%左右，2020 年 5 月 31 日公司通过发行股份及支付现金的方式取得中体彩科技、中体彩印务、国体认证、华安认证的控制权，其中规模较大的中体彩科技、中体彩印务两家公司负债率较低，分别为 15.10%、16.72%，拉低了整体负债率。

图 31：2014-2020 年中体产业资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：被合并方负债率低且流动资产占比高（单位：百万元）

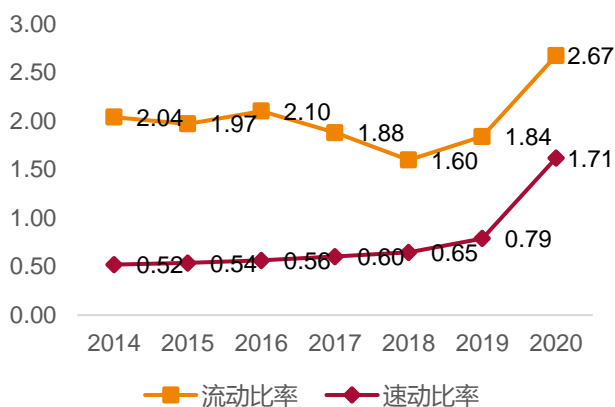


资料来源：公司公告，天风证券研究所

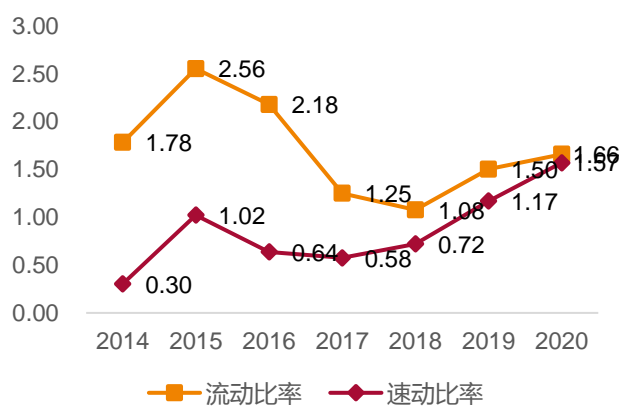
偿债能力稳定，2020 年并购导致整体流动比率及速动比率上升。相比莱茵体育，2014-2019 年公司流动比率及速动比率变化较为稳定，体现公司对资本及资产的合理把控。2020 年因主要被收购方负债率低且流动资产占比高整体上升，中体彩科技、中体彩印务的流动资产占总资产比例分别高达 54.85%、86.70%，流动比率及速动比率分别大幅增至 2.67、1.71。

图 33：2014-2020 年中体产业流动比率及速动比率

图 34：2014-2020 年莱茵体育流动比率及速动比率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

假设:

- ① 作为 2021 年第十四届全国运动会独家市场开发服务商及 2022 年冬奥会和冬残奥会特许经营计划特许零售商, 相应年度赛事的举办为公司赛事管理及运营、体育经纪方面的经营收入带来较大增长。疫情防控逐渐稳定, 体育场馆运营管理服务逐渐恢复疫情前增速。目前休闲健身类业务占比较小, 随着政策红利逐步落地、居民体育消费需求上涨, 休闲健身类收入有望不断提升。
- ② 2020 年收购国体认证、华安认证后, 认证及检测业务稳健增长。彩票业务随 2022 年冬奥会及 2023 年亚洲杯的举办有较高增长。
- ③ 疫情稳定后工程设计及施工的建设交付恢复良好, 及时恢复到疫情前水平。房地产业务较为稳定。
- ④ 以彩票为首的体育相关服务带动毛利率增长, 全产业链业态协同, 规模效应得以体现。

表 5: 公司各业务收入及归母净利润预测 (百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1449.88	1523.94	1996.33	2401.25	3089.14	3643.26
YOY		5.11%	31.00%	20.28%	28.65%	17.94%
分业务						
体育	560.75	632.64	1177.02	1570.80	2236.18	2762.37
YOY		12.82%	86.05%	33.46%	42.36%	23.53%
彩票相关	49.97	57.82	749.72	939.40	1240.01	1537.61
YOY		15.70%	1196.68%	25.30%	32.00%	24.00%
赛事管理及运营	208.31	258.43	174.52	253.06	394.77	461.88
YOY		24.06%	-32.47%	45.00%	56.00%	17.00%
体育场馆运营管理	169.90	198.98	92.62	175.06	292.35	344.97
YOY		17.11%	-53.45%	89.00%	67.00%	18.00%
体育经纪	86.29	93.01	81.22	109.89	182.42	233.50
YOY		7.79%	-12.67%	35.30%	66.00%	28.00%
休闲健身	46.28	24.41	26.28	38.11	68.59	123.46
YOY		-47.24%	7.64%	45.00%	80.00%	80.00%
认证及检测			52.65	55.29	58.05	60.95
YOY				5.00%	5.00%	5.00%

房地产	751.09	743.52	756.32	765.39	782.23	800.22
YOY		-1.01%	1.72%	1.20%	2.20%	2.30%
工程设计及施工	119.61	117.69	35.10	36.61	41.73	50.08
YOY		-1.60%	-70.18%	4.30%	14.00%	20.00%
其他	18.44	30.08	27.89	28.45	28.99	30.59
YOY		63.16%	-7.28%	2.00%	1.90%	5.50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

作为国内唯一布局体育全产业链的上市公司，公司拥有丰富的体育资源与完整的体育业务生态，在完成资产重组后，彩票业务成为公司业绩新的增长点，助力公司更好地抓住政策红利落地与行业发展优化的契机，带来可持续增长。随着近两年相关体育赛事的开办，根据分部估值法拆分彩票、体育、房地产行业。我们看好 22 年冬奥会、亚运会为公司带来的业务增长，同时长期看好公司作为国家体育总局唯一上市公司在体育及彩票领域的资源优势。综合预计 21-23 年净利润分别为 1.5 亿、2.4 亿、2.7 亿，22 年预计市值 124 亿，对应股价为 13 元。给予“买入”评级。

图 35：公司可比公司

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	股价	PE_ttm	EPS				PE			
			2021/8/13	2021/8/13	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
000829	天音控股	158	15.40	78.87	0.05	0.18	0.16	0.22	128.3	36.4	96.0	69.2
605299	舒华体育	77	18.65	55.06	0.41	0.38	0.44	0.51	-	38.0	42.4	36.5
600048	保利地产	1,439	12.02	4.90	2.34	2.42	2.63	2.90	6.9	6.5	4.6	4.2

注：数据为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

疫情影响风险：2020 年体育行业遭受疫情重创，若后续疫情恢复情况不佳，可能导致赛事延期甚至取消，体育场馆、健身场所继续关停、休闲健身、体育培训等体育服务消费萎缩，公司多项业务将受到影响。

政策风险：彩票行业受政策影响较大，近年来彩票业务占比大幅上升，可能因未来的政策监管大幅影响收入及利润。

赛事运营风险：疫情严格防控下各项赛事活动运营模式需要优化调整，过往经验可参考性降低成效未知，2021 年全国运动会、2022 年冬奥会等大型赛事都是对公司组织管理、服务品质、人才技术的考验。

经营风险：公司布局体育全产业链发展，面临多方外部竞争，同时大规模、多样化的主营业务也提高了公司经营管理的难度。

新项目未达预期：中体城、体育小镇等多个在建项目未完全落地，线上体育平台发展空间未知。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	822.58	2,034.36	2,522.19	2,073.66	2,894.04	营业收入	1,523.94	1,996.33	2,401.25	3,089.14	3,643.26
应收票据及应收账款	183.37	129.87	316.79	269.99	377.13	营业成本	1,162.84	1,267.27	1,438.76	1,740.11	2,079.14
预付账款	64.68	145.75	1.14	201.09	65.29	营业税金及附加	57.24	60.36	70.13	99.88	111.46
存货	1,750.50	1,497.79	3,204.99	2,082.98	4,064.83	营业费用	52.23	162.71	182.98	235.39	280.90
其他	358.36	357.69	629.85	544.16	743.47	管理费用	166.90	246.35	284.55	328.99	409.87
流动资产合计	3,179.49	4,165.46	6,674.96	5,171.87	8,144.77	研发费用	2.50	126.46	152.48	196.47	232.44
长期股权投资	154.55	303.42	303.42	303.42	303.42	财务费用	(6.44)	(23.35)	(11.41)	(13.73)	(16.16)
固定资产	57.57	240.77	284.59	337.68	383.32	资产减值损失	(2.60)	(2.93)	(2.77)	(2.77)	(2.82)
在建工程	0.00	62.91	73.74	92.25	85.35	公允价值变动收益	0.00	0.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	13.26	19.81	14.86	9.91	4.96	投资净收益	48.05	27.84	43.59	39.83	37.08
其他	580.95	551.57	526.89	536.18	530.80	其他	(106.18)	(61.29)	(87.18)	(79.65)	(74.17)
非流动资产合计	806.33	1,178.47	1,203.51	1,279.43	1,307.85	营业利润	149.39	192.55	330.12	544.61	585.54
资产总计	3,985.83	5,343.92	7,878.47	6,451.30	9,452.61	营业外收入	21.76	2.05	8.35	10.72	10.38
短期借款	14.96	36.59	400.00	420.00	560.00	营业外支出	3.58	8.91	4.46	5.65	6.34
应付票据及应付账款	461.13	462.90	874.55	679.33	1,089.12	利润总额	167.57	185.69	334.01	549.68	589.57
其他	1,251.21	1,058.29	2,902.64	1,269.46	3,313.08	所得税	52.85	56.92	106.73	170.68	184.73
流动负债合计	1,727.30	1,557.78	4,177.19	2,368.79	4,962.20	净利润	114.71	128.76	227.27	379.00	404.85
长期借款	222.00	284.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	16.47	74.81	80.21	138.41	139.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	98.24	53.96	147.07	240.60	265.14
其他	4.70	25.29	11.66	13.88	16.94	每股收益(元)	0.10	0.06	0.15	0.25	0.28
非流动负债合计	226.70	309.28	11.66	13.88	16.94						
负债合计	1,954.01	1,867.06	4,188.85	2,382.67	4,979.14	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	259.44	980.80	1,061.00	1,199.41	1,339.12	成长能力					
股本	843.74	959.51	959.51	959.51	959.51	营业收入	5.11%	31.00%	20.28%	28.65%	17.94%
资本公积	28.18	92.42	92.42	92.42	92.42	营业利润	8.58%	28.88%	71.45%	64.97%	7.51%
留存收益	914.13	1,522.04	1,669.10	1,909.70	2,174.84	归属于母公司净利润	17.09%	-45.08%	172.57%	63.60%	10.20%
其他	(13.67)	(77.91)	(92.42)	(92.42)	(92.42)	获利能力					
股东权益合计	2,031.82	3,476.86	3,689.62	4,068.62	4,473.47	毛利率	23.69%	36.52%	40.08%	43.67%	42.93%
负债和股东权益总计	3,985.83	5,343.92	7,878.47	6,451.30	9,452.61	净利率	6.45%	2.70%	6.12%	7.79%	7.28%
						ROE	5.54%	2.16%	5.59%	8.39%	8.46%
						ROIC	12.39%	12.53%	17.81%	33.99%	20.42%
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	114.71	128.76	147.07	240.60	265.14	资产负债率	49.02%	34.94%	53.17%	36.93%	52.67%
折旧摊销	19.49	68.00	10.29	13.36	16.21	净负债率	-27.12%	-49.29%	-57.52%	-40.64%	-52.18%
财务费用	1.99	1.29	(11.41)	(13.73)	(16.16)	流动比率	1.84	2.67	1.60	2.18	1.64
投资损失	(48.05)	(27.84)	(43.59)	(39.83)	(37.08)	速动比率	0.83	1.71	0.83	1.30	0.82
营运资金变动	(209.72)	484.55	215.00	(780.90)	309.33	营运能力					
其它	(27.80)	(538.06)	80.21	138.41	139.70	应收账款周转率	8.81	12.75	10.75	10.53	11.26
经营活动现金流	(149.38)	116.71	397.56	(442.09)	677.13	存货周转率	0.80	1.23	1.02	1.17	1.19
资本支出	14.99	432.80	73.63	77.77	46.94	总资产周转率	0.37	0.43	0.36	0.43	0.46
长期投资	22.54	148.87	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	12.55	(351.29)	(59.67)	(117.95)	(59.86)	每股收益	0.10	0.06	0.15	0.25	0.28
投资活动现金流	50.08	230.38	13.96	(40.17)	(12.92)	每股经营现金流	-0.16	0.12	0.41	-0.46	0.71
债权融资	271.65	320.59	400.00	420.00	560.00	每股净资产	1.85	2.60	2.74	2.99	3.27
股权融资	11.94	204.62	(3.10)	13.73	16.16	估值比率					
其他	(195.68)	(529.65)	(320.59)	(400.00)	(420.00)	市盈率	109.19	198.82	72.94	44.59	40.46
筹资活动现金流	87.91	(4.44)	76.31	33.73	156.16	市净率	6.05	4.30	4.08	3.74	3.42
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	51.39	30.60	27.89	17.96	15.78
现金净增加额	(11.39)	342.65	487.83	(448.54)	820.38	EV/EBIT	56.33	36.06	28.79	18.41	16.22

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com