

投资评级 优于大市 维持

2021年体育大赛云集，公司经营有望触底反弹

股票数据

04月15日收盘价(元)	6.21
52周股价波动(元)	5.12-9.87
总股本/流通A股(百万股)	585/487
总市值/流通市值(百万元)	3630/3024

相关研究

《影视、体育资源储备丰富，看好2021年业绩反弹》2020.08.17

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.2	13.7	12.1
相对涨幅(%)	4.9	28.5	21.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

投资要点:

- **受疫情影响，2020年经营业绩大幅下滑。**公司2020年实现收入7亿元，同比下降61%，实现归母净利润-19.26亿元，同比下滑1933%。公司2020年经营业绩出现大幅下滑，主要受新冠疫情影响，原定于2020年6月-7月举办的2020年欧洲杯推迟至2021年6月-7月举办，导致当期应确认的收入推迟至2021年，公司前期已支付的相关费用将按照合同约定在对应的权益期间内进行确认，同时疫情也导致公司与之相关体育营销业务无法正常开展，其业务收入与同期相比有较大幅度的下滑。2020年公司计提信用减值损失1.8亿元，资产减值损失6亿元，投资损失1.6亿元，存货、坏账等资产项减值对公司当期净利润影响较大。2020年公司实现经营性现金流4.8亿，同比增长35%，整体经营仍相对稳定。
- **体育：未来三年大赛云集，体育业务有望触底反弹。**公司体育赛事版权储备丰富，目前已经拥有：1) 2021-2028年亚足联(AFC)所有相关赛事的全球独家商业权益(包含赞助权和版权)；2) 2018年1月1日至2022年11月30日欧足联(UEFA)国家队系列赛事(包括2020年欧洲杯)年的新媒体独家版权以及上述赛事的全球赞助商权益(包含赞助权和版权)；3) 2019/2020至2028/2029西班牙足球甲级联赛全媒体版权。受疫情影响，2020年重大体育赛事大多推迟至2021年举办，未来三年赛事密度将大幅加强，我们认为公司体育版权分销及营销业务有望触底反弹。
- **电视剧：多部主旋律剧集有望于2021年播出。**在影视剧领域，公司坚持“以质取胜”的理念，2021年是建党100周年，公司参与制作的庆祝中国共产党建党100周年精品献礼剧《功勋》、《幸福到万家》分别于2020年9月相继开机，目前《功勋》(除钟南山单元外)已全部杀青，《幸福到万家》已于2021年2月初杀青，两部剧均已进入紧张的后期阶段。公司预计《功勋》将于2021年9月在三家网络及四家卫视平台首轮播出；《幸福到万家》将于2021年底与观众见面。
- **盈利预测与估值分析。**2021年欧洲杯、东京奥运会等大赛云集，我们认为公司整体经营有望触底反弹。我们预计公司2021-2023年EPS为0.42元、0.44元和0.58元，参考同行业公司：1) 我们给予公司2021年18-20倍动态PE估值，对应合理价值区间为7.56-8.40元；2) 我们给予公司2021年1.6-1.8倍的动态PS，对应合理价值区间为7.84-8.82元/股，综上，我们给予公司2021年合理价值区间为7.84-8.40元，维持优于大市评级。
- **风险提示。**全球疫情反复导致体育赛事推迟，影视监管不确定。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入(百万元)	1782	700	2865	2747	3645	
(+/-)YoY(%)		-33.2%	-60.7%	309.5%	-4.1%	32.7%
净利润(百万元)	105	-1926	243	259	338	
(+/-)YoY(%)		-41.0%	-1933.0%	112.6%	6.7%	30.7%
全面摊薄EPS(元)	0.18	-3.29	0.42	0.44	0.58	
毛利率(%)	22.1%	-20.1%	32.3%	29.7%	30.2%	
净资产收益率(%)	2.4%	-91.2%	10.3%	9.9%	11.5%	

资料来源：公司年报(2019-2020)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 当代文体可比公司估值表 (PE 估值法)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
探路者	300005	7.48	-0.22	0.05	-	-34	144	-
舒华体育	605299	14.76	-	0.41	0.49	-	36	30
横店影视	603103	15.35	-	0.57	0.69	-	27	22
平均							69	26

注：股价取自 2021 年 4 月 15 日收盘价，盈利预测来自 wind 一致预期，因为星辉娱乐没有 wind 一致预期，所以换成同行业的舒华体育
资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 当代文体可比公司估值表 (PS 估值法)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股销售额 (元/股)			PS (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
探路者	300005	7.48	-	1.55	-	-	4.8	-
舒华体育	605299	14.76	-	4.31	5.05	-	3.4	2.9
横店影视	603103	15.35	-	4.79	5.28	-	3.2	2.9
平均			-	3.55	5.17	-	3.8	2.9

注：股价取自 2021 年 4 月 15 日收盘价，盈利预测来自 wind 一致预期，因为星辉娱乐没有 wind 一致预期，所以换成同行业的舒华体育
资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 当代文体主营业务各分项收入预测与假设 (亿元)

	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
收入	7.00	28.65	27.47	36.45	毛利	-1.41	9.25	8.17	10.99
体育版权分销、营销与咨询报告分部	5.64	23.64	22.46	31.44	体育版权分销、营销与咨询报告分部	-1.49	8.15	7.07	9.90
体育-经纪	0.48	0.48	0.48	0.48	体育-经纪	0.27	0.34	0.34	0.34
影视产品制作销售	0.40	3.80	3.80	3.80	影视产品制作销售	-0.13	0.75	0.75	0.75
销售体育产品	0.32	0.32	0.32	0.32	销售体育产品	-0.02	0.00	0.00	0.00
场馆运营	0.16	0.45	0.45	0.45	场馆运营	-0.02	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收入	-0.03	0.00	0.00	0.00
成本	8.40	19.40	19.30	25.46	毛利率 (%)	-20.14	32.28	29.73	30.16
体育版权分销、营销与咨询报告分部	7.13	15.49	15.39	21.54	体育版权分销、营销与咨询报告分部	-26.42	34.48	31.48	31.48
体育-经纪	0.21	0.14	0.14	0.14	体育-经纪	56.25	71.54	71.54	71.54
影视产品制作销售	0.52	3.01	3.01	3.01	影视产品制作销售	-32.50	20.00	20.00	20.00
销售体育产品	0.34	0.32	0.32	0.32	销售体育产品	-6.25	0.54	0.54	0.54
场馆运营	0.17	0.45	0.45	0.45	场馆运营	-12.50	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.03	0.00	0.00	0.00	其他收入	-20.14	32.28	29.73	30.16

资料来源：公司 2020 年年报，海通证券研究所

盈利预测假设：受疫情影响，欧洲杯、奥运会等赛事推迟至 2021 年，公司体育版权分销及体育营销业务受到较大冲击，公司拥有欧洲杯赛事版权及营销权，若 2021 年欧洲杯能够顺利举办，公司 2021 年经营业绩有望实现大幅反弹。公司制作的电视剧《功勋》、《幸福到万家》已经杀青或进入后期制作，也有望于 2021 年确认收入。我们预计 2021 年公司体育和影视业务将迎来触底反弹，相关资产项暂不进行大额减值及计提假设。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	700	2865	2747	3645
每股收益	-3.29	0.42	0.44	0.58	营业成本	840	1940	1930	2546
每股净资产	3.61	4.03	4.47	5.05	毛利率%	-20.1%	32.3%	29.7%	30.2%
每股经营现金流	0.82	-1.67	0.69	0.56	营业税金及附加	2	7	7	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	79	172	110	182
P/E	-1.88	14.96	14.02	10.73	营业费用率%	11.3%	6.0%	4.0%	5.0%
P/B	1.72	1.54	1.39	1.23	管理费用	317	344	247	401
P/S	5.19	1.27	1.32	1.00	管理费用率%	45.4%	12.0%	9.0%	11.0%
EV/EBITDA	84.63	18.74	16.14	14.08	EBIT	-538	402	453	507
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	690	160	205	186
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	98.6%	5.6%	7.5%	5.1%
毛利率	-20.1%	32.3%	29.7%	30.2%	资产减值损失	-603	0	0	0
净利润率	-275.3%	8.5%	9.4%	9.3%	投资收益	-161	29	27	36
净资产收益率	-91.2%	10.3%	9.9%	11.5%	营业利润	-2154	309	330	431
资产回报率	-21.4%	2.4%	2.5%	2.9%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	-9.6%	5.0%	5.6%	6.1%	利润总额	-2157	309	330	431
盈利增长 (%)					EBITDA	79	399	450	504
营业收入增长率	-60.7%	309.5%	-4.1%	32.7%	所得税	-70	46	50	65
EBIT 增长率	-929.7%	174.6%	12.7%	12.1%	有效所得税率%	3.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-1933.0%	112.6%	6.7%	30.7%	少数股东损益	-161	20	22	28
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-1926	243	259	338
资产负债率	74.3%	75.1%	72.6%	72.7%					
流动比率	0.56	0.67	0.70	0.79	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.21	0.24	0.24	0.25	货币资金	424	400	400	400
现金比率	0.08	0.06	0.06	0.06	应收账款及应收票据	582	808	777	1028
经营效率指标					存货	1018	1790	1933	2661
应收帐款周转天数	301.18	100.00	100.00	100.00	其它流动资产	965	1308	1281	1646
存货周转天数	442.19	336.81	365.61	381.54	流动资产合计	2989	4306	4392	5734
总资产周转率	0.08	0.28	0.26	0.31	长期股权投资	1091	1091	1091	1091
固定资产周转率	33.92	121.27	99.43	111.73	固定资产	21	24	28	33
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	389	394	399	404
					非流动资产合计	6004	6012	6021	6031
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	8993	10318	10413	11766
净利润	-1926	243	259	338	短期借款	354	1456	1245	1085
少数股东损益	-161	20	22	28	应付票据及应付账款	417	681	722	1036
非现金支出	1402	-3	-3	-3	预收账款	0	573	549	729
非经营收益	779	144	190	162	其它流动负债	4601	3724	3730	4383
营运资金变动	388	-1381	-61	-197	流动负债合计	5371	6434	6247	7233
经营活动现金流	482	-977	406	329	长期借款	0	0	0	0
资产	-364	-5	-6	-7	其它长期负债	1315	1315	1315	1315
投资	-14	0	0	0	非流动负债合计	1315	1315	1315	1315
其他	0	29	27	36	负债总计	6686	7748	7562	8548
投资活动现金流	-378	24	21	30	实收资本	585	585	585	585
债权募资	1653	1102	-210	-160	归属于母公司所有者权益	2113	2355	2614	2953
股权募资	96	0	0	0	少数股东权益	195	215	237	265
其他	-1327	-172	-217	-198	负债和所有者权益合计	8993	10318	10413	11766
融资活动现金流	422	929	-427	-358					
现金净流量	280	-24	0	0					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 15 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒
 毛云聪 互联网及传媒
 孙小雯 互联网及传媒
 陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：芒果超媒,顺网科技,光线传媒,引力传媒,掌阅科技,平治信息,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,值得买,电魂网络,皖新传媒,星辉娱乐,豆神教育,天下秀,分众传媒,游族网络,浙数文化,腾讯控股,中信出版,乐享互动,中文传媒,掌趣科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,中国电影,吉比特,微盟集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。