

体育大年持续催化，体育龙头触底反弹

投资要点

● **推荐逻辑:** 1) 2021年将迎体育大年，随新冠疫情边际改善，体育板块或触底反弹，建议重点配置。2) 公司形成了以版权运营为核心的全产业链布局，资源禀赋突出，有望走出国门成为洲际级体育龙头企业。3) 体育、影视业务均将进入权益变现周期，业绩反弹确定性高，2021年对应估值仅18倍。

● **疫情重创体育产业，长期仍维持看好。** 新冠疫情对体育产业造成严重冲击，其不利影响已渗透至上游生产要素价格体系。考虑到群众观赛意愿仍维持在较高水平，我们认为短期冲击过后，体育产业将逐步恢复至正常水平。

此外，作为体育产业核心收入来源的体育赞助市场，展现了较强的韧性。根据欧洲赞助协会(ESA)数据，2020年欧洲赞助市场总价值同比下降23%至236.3亿元，而体育赞助市场总价值仅同比下降9%至184.2亿欧元，仍是欧洲赞助市场的主要力量。其背后的主要原因是赞助商高度认同体育赛事核心价值，愿意保持长期、稳定的合作关系。

● **2021年将迎体育大年，板块压制因素有望逐步消除，或迎触底反弹。** 受疫情影响，东京奥运会、欧洲杯、美洲杯等大型体育赛事延期至2021年举办，叠加各单项世锦赛，2021年将成为名副其实的体育大年。而随着新冠疫情的边际改善，板块压制因素将逐步消除，并迎来触底反弹。

● **体育版权资源壁垒高筑、版权运营能力突出，2021业绩反弹可期。** 1) 体育版权资源丰富: 公司拥有亚足联、欧足联、西甲等顶级赛事权益，把握体育产业核心资源，竞争壁垒高筑；2) 版权运营能力突出: 新英体育版权运营经验丰富，显著提升西甲在国内的覆盖范围和影响力，获西甲联盟认可并延长合作至2028/2029赛季；3) 走出国门，形成国际化版权运营能力: 增资引入具有丰富国际赛事运营经验的Fortis团队开发亚足联赛事权益，有望帮助公司提升赛事版权的全球运营能力；4) 业绩有望迎来触底反弹: 2020欧洲杯延期至2021年举办，叠加2021年亚足联赛事，公司相关版权运营、体育营销服务将迎来收益确认高峰，业绩反弹确定性高。

● **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.39元、0.36元、0.46元，对应估值分别为18倍、19倍和15倍。公司是国内体育产业龙头企业，版权储备领先行业，逐步具备国际化版权运营能力，继续维持“买入”评级。

● **风险提示:** 体育政策发生重大改变的风险，业务整合或不及预期的风险，行业复苏或不及预期的风险，赛事版权获取或不及预期的风险，并购项目运营或不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	699.70	2313.66	1672.04	1909.91
增长率	-60.74%	230.66%	-27.73%	14.23%
归属母公司净利润(百万元)	-1926.15	226.15	210.63	268.01
增长率	-1932.98%	111.74%	-6.86%	27.24%
每股收益EPS(元)	-3.29	0.39	0.36	0.46
净资产收益率ROE	-90.46%	1.65%	2.03%	4.59%
PE	-2	18	19	15
PB	1.94	1.65	1.55	1.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
执业证号: S1250519080006
电话: 010-58251921
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.85
流通A股(亿股)	4.87
52周内股价区间(元)	5.24-9.74
总市值(亿元)	41.04
总资产(亿元)	89.93
每股净资产(元)	3.61

相关研究

1. 当代文体(600136): 疫情压制公司业绩，看好2021年触底反弹 (2020-08-24)

目 录

1 公司概况：国内体育产业龙头企业	1
2 行业分析：体育产业持续增长，2021 将迎体育大年	3
2.1 体育产业规模持续增长，预计 2025 年将达 5 万亿	3
2.2 赛事 IP 为产业链核心，体育赛事运营价值高	4
2.3 体育赞助市场韧性强，2021 将迎体育大年	5
3 “体育+影视”双轮驱动，业绩反弹可期	7
3.1 体育：体育版权为核心，构建体育全产业链闭环	7
3.2 影视：强视传媒为核心，坚持精品化路线	13
3.3 体育、影视权益变现周期开启，业绩反弹可期	14
4 盈利预测与估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2016 年以来营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2016 年以来归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司 2016 年以来主营业务营收情况.....	2
图 6: 公司 2016 年以来主营业务毛利率变化.....	2
图 7: 我国体育产业规模及增速变化情况.....	3
图 8: 我国体育产业总产值占 GDP 比重变化情况.....	3
图 9: 体育赛事运营是体育产业链的核心.....	4
图 10: 我国体育赛事运营产业链.....	4
图 11: 赛事版权运营收入构成.....	5
图 12: 赛事运营与营销收入构成.....	5
图 13: 2020 东京奥运会延期至 2021 年.....	5
图 14: 疫情结束后球迷看球意愿.....	5
图 15: 宝洁与国际奥委会合作伙伴关系延长至 2028 年.....	6
图 16: 20%赞助商计划减少赞助支出.....	6
图 17: 近年欧洲赞助市场总价值波动.....	6
图 18: 近年欧洲体育赞助市场价值波动.....	6
图 19: 英超转播版权收入持续增长.....	8
图 20: 爱奇艺和新英体育合资成立“爱奇艺体育”平台.....	9
图 21: 新英体育建立起西甲赛事电视联播网.....	10
图 22: 新英体育与西甲联盟、MediaPro 合资成立 SFCM.....	10
图 23: FMA 策划设计亚足联赛事全新品牌标识及视觉形象.....	11
图 24: 赞助商在体育营销中普遍存在尚未深入挖掘赛事价值的问题.....	11
图 25: 雅迪成为 2018 年俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商.....	12
图 26: 帝牌成为 2018 年俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商.....	12
图 27: 2015 年以来 MBS 签约球员及教练数量变化.....	13
图 28: 《如果岁月可回头》多日收视率破 2.....	13
图 29: 参投剧目《庆余年》获豆瓣 8.0 高分评价.....	13
图 30: 2016 年以来公司体育业务收入变化情况.....	14
图 31: 2016 年以来公司影视业务收入变化情况.....	14
图 32: 2020 欧洲杯延期至 2021 年举办.....	15
图 33: 德国马牌续约亚足联, 成为 2021-2024 亚足联官方全球合作伙伴.....	15
图 34: 《幸福到万家》荣获 2020 年抖音年度最受期待电视剧.....	16
图 35: 《功勋》献礼建党 100 周年.....	16

表 目 录

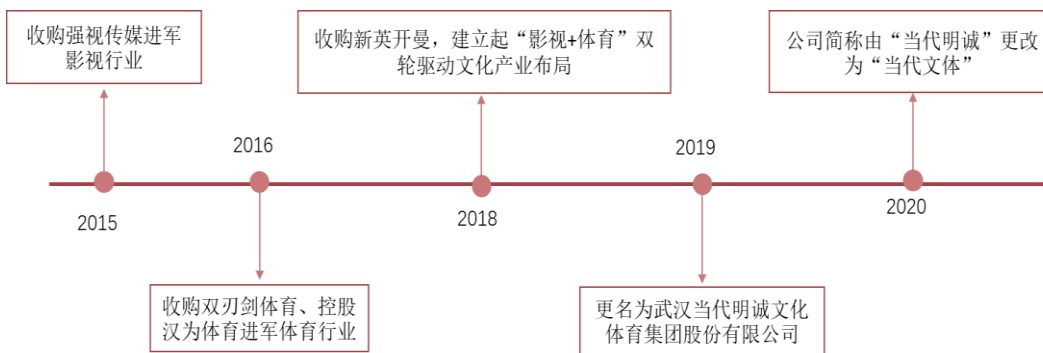
表 1: 2021 年计划举办的部分大型体育赛事	7
表 2: 公司版权资源	7
表 3: 新英体育主营业务模式	8
表 4: 2020 年体育营销业务进展	12
表 5: 2020 年公司影视剧业务推进情况	14
表 6: 分业务收入及毛利率	16
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：国内体育产业龙头企业

武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司是“体育+影视”双轮驱动的 A 股上市公司。体育板块涵盖版权运营、体育营销、场馆运营、体育经纪等多个环节，版权资源丰富，目前拥有亚足联、欧足联及西甲赛事版权；影视板块以强视传媒为运营主体，布局影视剧制作、艺人经纪、影院管理、影视营销等业务。

公司发展历程：公司前身为武汉道博股份有限公司，1998 年 3 月在上交所上市。公司从 2014 年开始向文化产业转型，2015 年收购强视传媒进军影视行业，2016 年收购双刃剑体育涉足体育行业。2018 年，公司斥资收购新英开曼，进而完成了“影视+体育”双轮驱动文化产业布局的构建。2020 年 5 月，公司简称由“当代明诚”更改为“当代文体”，进一步突出公司“体育+影视”双轮驱动发展的战略规划。

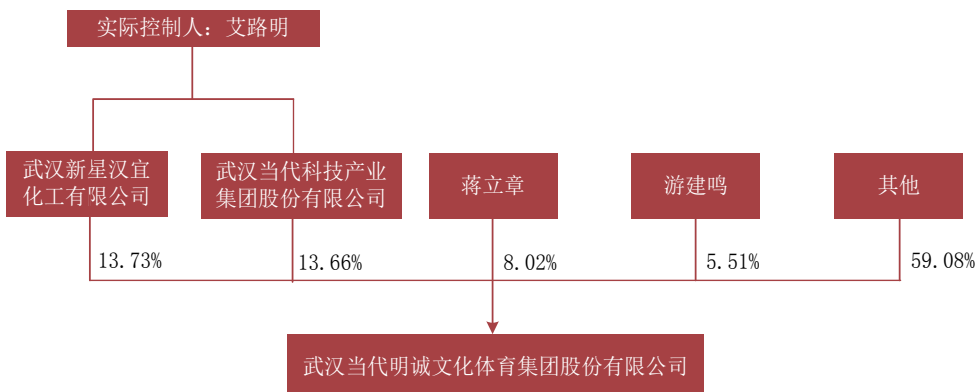
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

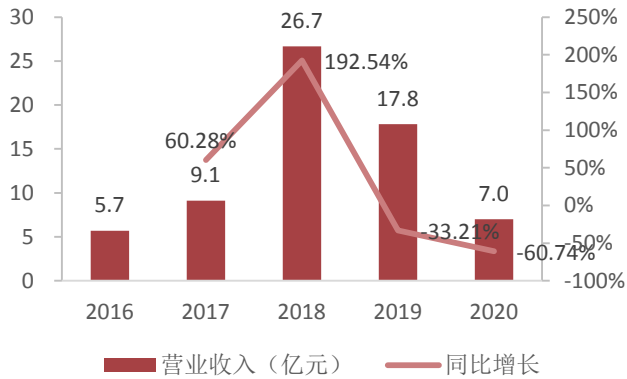
公司股权结构：公司实控人为艾路明。公司第一大股东为新星汉宜，持股比例为 13.7%；第二大股东为武汉当代科技产业集团股份有限公司，持股比例为 13.7%。新星汉宜为当代集团全资子公司，艾路明是当代集团的实际控制人，相应也是公司实际控制人。另外，蒋立章、强视传媒董事长游建鸣分别持股 8.0%、5.5%。

图 2：公司股权结构

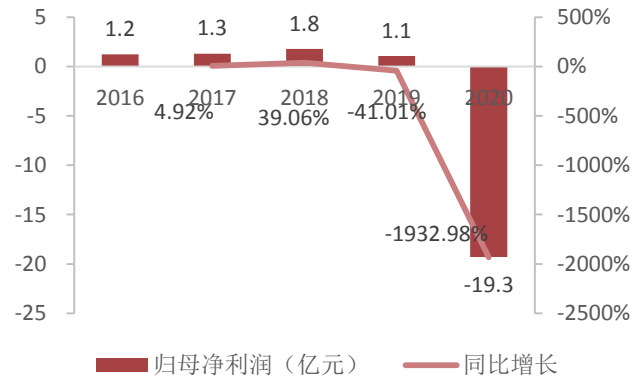


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：受行业周期和疫情影响，公司营收和归母净利润在 2019 年、2020 年均呈下滑趋势。2020 年，疫情影响下公司版权运营、体育营销等业务无法正常开展，影视剧项目有所延期，致使营业收入同比下降 60.7% 至 7 亿元，叠加计提资产减值因素，净利润亏损 19.3 亿元。

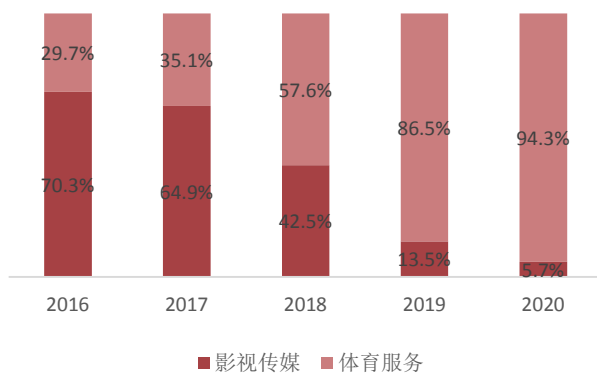
图 3：公司 2016 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

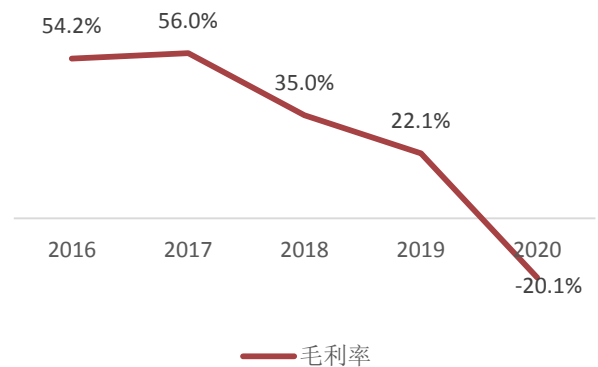
图 4：公司 2016 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司业务由影视传媒和体育服务两方面构成，体育服务业务占比逐年上升，由 2016 年的 29.7% 上升至 2020 年的 94.3%，成为公司的核心业务；影视传媒业务占比相应下滑，由 2016 年的 70.3% 下降至 2019 年的 5.7%。2020 年，公司综合毛利率转负为 -20.1%，主要是欧洲杯赛事延期至 2021 年导致相应收入确认延期，但前期费用仍在权益期限内确认所致。

图 5：公司 2016 年以来主营业务营收情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2016 年以来主营业务毛利率变化


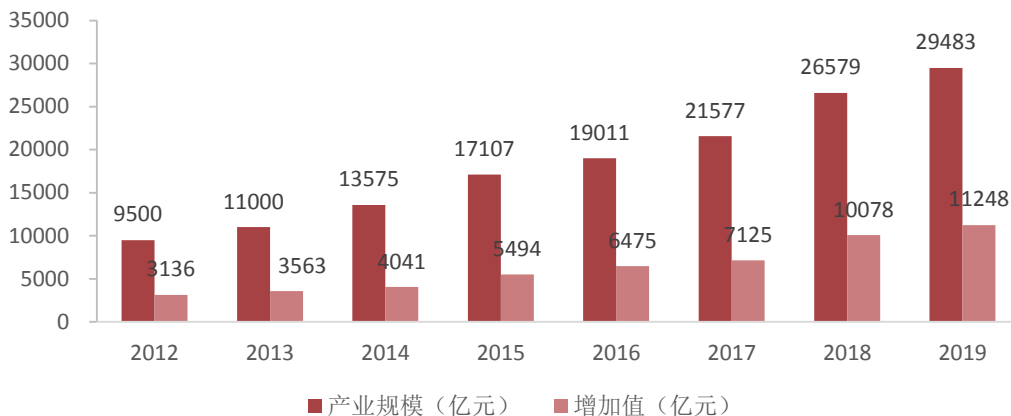
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：体育产业持续增长，2021 将迎体育大年

2.1 体育产业规模持续增长，预计 2025 年将达 5 万亿

我国体育产业规模持续增长，逐步成为国民经济的重要组成部分。从产业规模上看，我国体育产业始终保持增长态势，由 2012 年的 9500 亿元增长至 2019 年的 29483 亿元，复合增长率为 17.6%。根据国务院印发的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，预计 2025 年我国体育产业规模将超五万亿元，具有巨大的潜在市场空间。

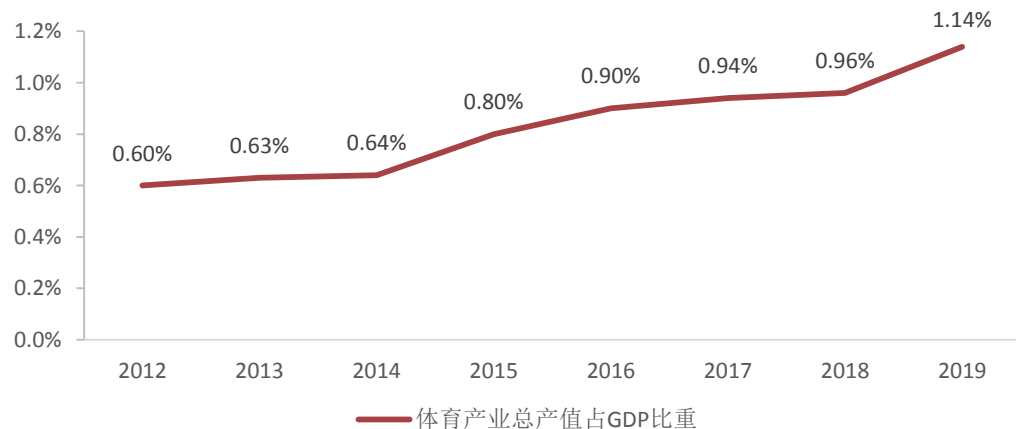
图 7：我国体育产业规模及增速变化情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

从国民经济贡献上看，体育产业逐步成为国民经济的重要组成部分。我国体育产业总产值占 GDP 比重逐年增加，2012 年体育产业总产值占比仅为 0.6%，2019 年已增长至 1.1%，但距离发达国家 2%-3% 仍有一定的成长空间。根据国家体育总局测算，预计 2035 年我国体育产业总量占 GDP 的比重将达到 4% 左右。

图 8：我国体育产业总产值占 GDP 比重变化情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.2 赛事 IP 为产业链核心，体育赛事运营价值高

体育赛事运营是体育产业链的核心。体育产业链包括体育服务、体育场馆设施建设、体育营销、体育衍生品等多个板块，其中赛事运营为体育产业链的核心，起到联通体育场馆运营、体育服务、体育营销、体育版权多个板块的作用。

图 9：体育赛事运营是体育产业链的核心



数据来源：沙利文研究院，西南证券整理

赛事 IP 是体育赛事产业链的核心，是产业链各方争夺的重点。体育赛事运营主要通过赛事运营代理方将已获得赛事 IP 版权，向中下游的媒体、票务公司、衍生品开发公司等多渠道出售相应权益，最终通过观众付费实现赛事 IP 变现。在整个赛事运营产业链中，赛事 IP 为核心。优质的赛事 IP 资源具有流量优势，为商业变现奠定用户基础，可以为赛事运营带来可观的 IP 变现收益，因而赛事 IP 是赛事运营代理方、版权购买方争夺的焦点。

图 10：我国体育赛事运营产业链

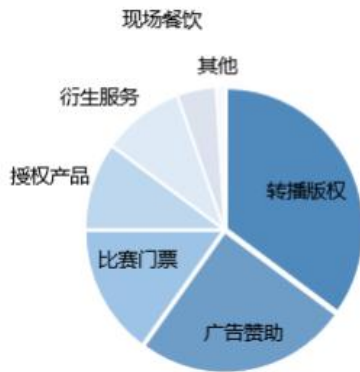


数据来源：沙利文研究院，西南证券整理

体育赛事运营变现路径包括转播版权、广告赞助、比赛门票、企业冠名费等。体育赛事运营具体包括赛事版权运营和赛事运营与营销两部分。赛事版权运营是指借助顶级赛事版权获得转播版权、广告赞助、比赛门票、衍生服务等收入，其中转播版权和广告收入是赛事版

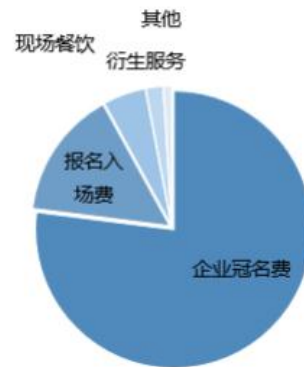
权运营核心收入来源，两者占比过半。赛事运营与营销收入是指借助大众赛事获得企业冠名费、报名入场费、现场餐饮服务收入，企业冠名费是赛事运营与营销最核心的收入来源，占比超过 75%。

图 11：赛事版权运营收入构成



数据来源：沙利文研究院，西南证券整理

图 12：赛事运营与营销收入构成



数据来源：沙利文研究院，西南证券整理

2.3 体育赞助市场韧性强，2021 将迎体育大年

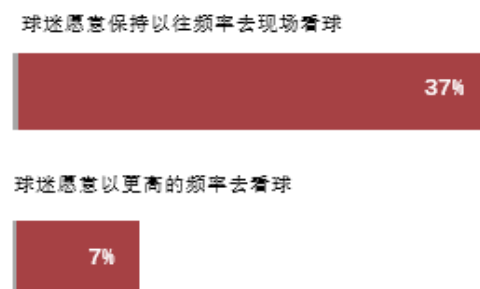
短期疫情对体育赛事举办进程产生明显冲击，长期球迷观赛意愿仍维持在较高水平。2020 年，新冠疫情对体育赛事举办进程产生了明显冲击，原定 2020 年举办的东京奥运会、欧洲杯等大型国际赛事均延期至 2021 年举办，2020 年世界沙滩排球巡回赛四星级分站赛、2020 年体操世界杯德国斯图加特站等赛事被取消，短期体育赛事举办进程明显放缓。但长期来看，球迷观赛意愿依然维持在较高水平，伴随疫苗普及、疫情缓解，体育产业有望重新恢复至正常水平。根据 2020 年德新社调查显示，疫情结束后 37% 球迷愿意保持以往频率去现场看球，7% 球迷愿意以更高的频率去看球。尼尔森体育在 2020 年 7 月发布的调查报告显示，51% 的球迷愿意在 6 个月内再度前往现场参加体育赛事活动。

图 13：2020 东京奥运会延期至 2021 年



数据来源：东京奥运会官网，西南证券整理

图 14：疫情结束后球迷看球意愿



数据来源：德新社，西南证券整理

疫情期间赞助意愿并未出现显著下滑，赞助商重视与体育赛事方保持长期、稳定合作关系。体育赛事赞助可以为品牌方带来广泛的传播效应，促进品牌知名度和销量的提升。IEG 调查显示，疫情期间虽有超过 60% 的赞助商重新评估了赞助相关支出，但仅有 20% 赞助商减少支持。欧洲赞助协会 (ESA) 在 2020 年 5 月的调查显示，虽然疫情带来不确定因素，

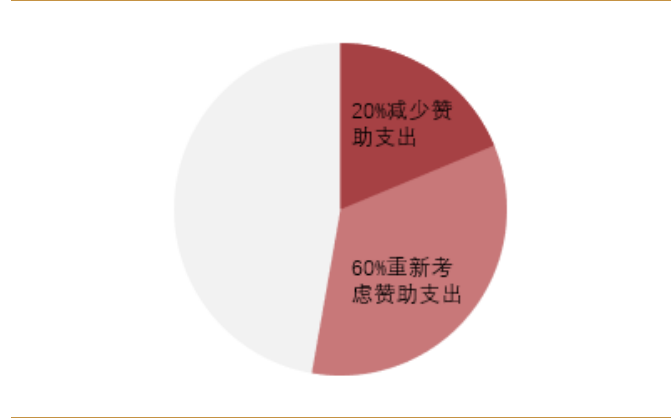
但是赞助商的赞助意愿仍然较高，有 72% 的品牌希望扩展赞助权、延长赞助权益。这说明，疫情虽然对体育赛事的正常举办产生冲击，但并未对体育赞助市场造成严重冲击，赞助商普遍重视与体育赛事之间建立起长期、稳定的合作关系，赞助意愿并未因疫情影响而大幅下滑。

图 15: 宝洁与国际奥委会合作伙伴关系延长至 2028 年



数据来源: 美通社, 西南证券整理

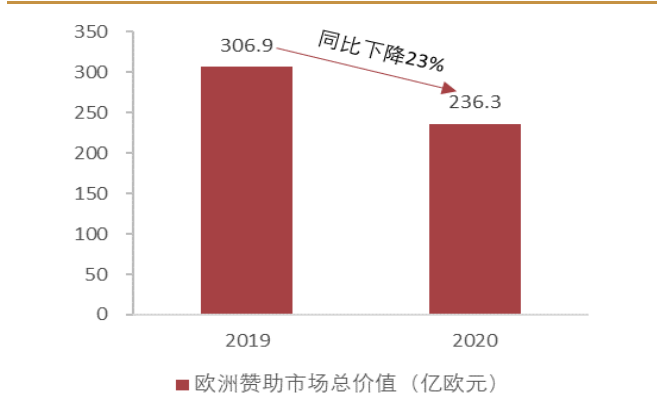
图 16: 20% 赞助商计划减少赞助支出



数据来源: IEG, 西南证券整理

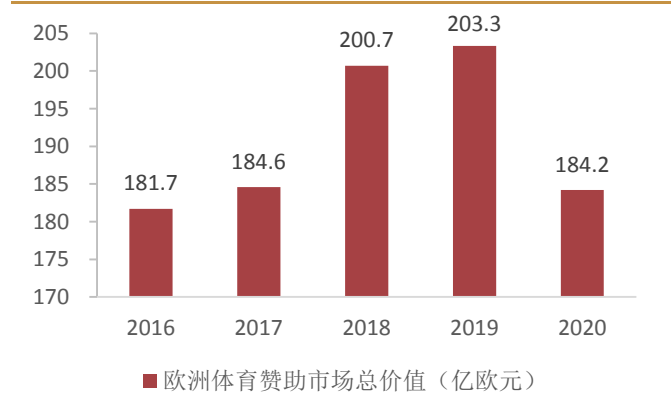
整体来看，新冠疫情对体育赞助市场冲击有限。根据欧洲赞助协会 (ESA)，2020 年欧洲赞助市场总价值跌至 236.3 亿欧元，较 2019 年的 306.9 亿欧元，同比下降 23%，达到自 2010 年以来的最低点。体育赞助市场来看，2020 年 9-12 月体育市场赞助额较 2019 年同期有所提高，全年赞助额为 184.2 亿欧元，同比仅下降 9%。2020 年体育赞助市场受冲击较小，仍是欧洲赞助市场的主要力量。

图 17: 近年欧洲赞助市场总价值波动



数据来源: 欧洲赞助协会, 西南证券整理

图 18: 近年欧洲体育赞助市场价值波动



数据来源: 欧洲赞助协会, 西南证券整理

2020 年疫情导致体育赛事大范围延期或取消，2021 将迎来体育大年。受疫情期间包括东京奥运会、欧洲杯、美洲杯等多个大型体育赛事延期影响，叠加单数年传统的单项世锦赛，2021 年将迎来众多大型体育赛事，如：东京奥运会、欧洲杯、美洲杯、WTT 乒乓球大满贯赛事、澳网等，成为体育大年。大型体育赛事的集中举办将带动体育消费增加，利好体育产业发展。

表 1: 2021 年计划举办的部分大型体育赛事

时间	赛事	地点
2021.02	澳大利亚网球公开赛	澳大利亚墨尔本
2021.03	世界花样滑冰锦标赛	瑞典斯德哥尔摩
2021.04	世界斯诺克锦标赛	英国谢菲尔德
2021.05	法国网球公开赛	法国巴黎
2021.06	欧洲杯	欧洲多国
2021.06	美洲杯	阿根廷、哥伦比亚
2021.06	温布尔登网球公开赛	英国伦敦
2021.07	东京奥运会	日本东京
2021.08	国际男篮亚洲杯	印度尼西亚
2021.10	世界体操锦标赛	日本北九州
2021.11	世界羽毛球锦标赛	西班牙韦尔瓦
2021.12	世界短池游泳锦标赛	阿联酋阿布扎比

数据来源: 百度, 西南证券整理

3 “体育+影视”双轮驱动，业绩反弹可期

3.1 体育：体育版权为核心，构建体育全产业链闭环

3.1.1 版权资源壁垒高筑，占据产业链核心环节

公司版权资源壁垒高筑，占据产业链核心环节。优质的赛事版权具备天然的稀缺性与垄断性，是体育赛事产业链的核心，也是产业资源变现的源头，因而成为了产业链各方争夺的焦点。公司拥有丰富的体育版权储备，为公司业务发展构筑了较强的护城河。公司现有版权资源如下：

- **亚足联赛事权益：**2021-2028 亚足联所有相关赛事全球独家商业权益（含赞助权和版权），包含重大赛事有 2023 年和 2027 年两届亚洲杯，2022 年和 2026 年两届世界杯亚洲区资格赛及期间的全部八届亚冠联赛、足协杯等，权益覆盖全球市场。
- **欧足联赛事权益：**2020-2022 年欧足联国家队系列赛事新媒体独家版权及赞助商权益（含赞助权和版权），包含重大赛事有 2020 年欧洲杯正赛及预选赛、2022 年世界杯欧洲区预选赛等。
- **西甲赛事权益：**2019/2020-2028/2029 赛季西甲联赛全媒体版权，权益覆盖中国（除香港地区以外）市场。

表 2: 公司版权资源

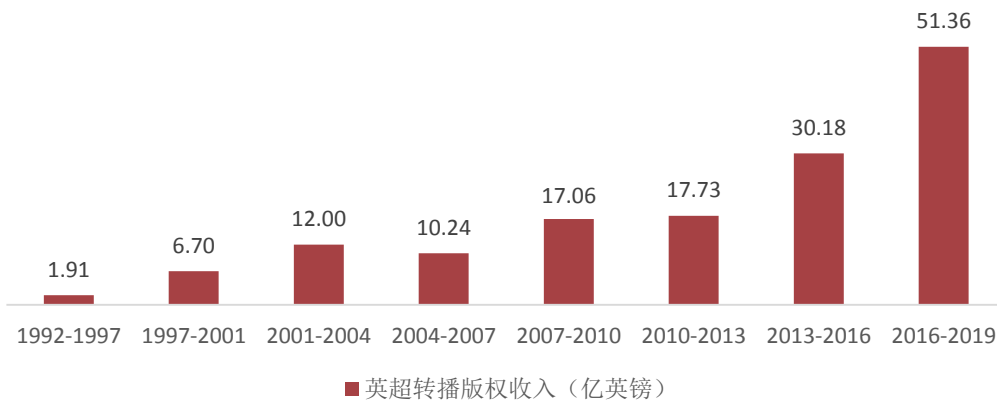
合作方	版权资源
亚足联	2021-2028 亚足联所有相关赛事全球独家商业权益（含赞助权和版权）
欧足联	2020-2022 欧足联国家队系列赛事新媒体独家版权及赞助商权益（含赞助权和版权）
西甲	2019/2020-2028/2029 赛季西甲联赛全媒体版权。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.1.2 B 端变现为核心、拓展 C 端变现路径，版权运营能力突出

版权价值不仅局限于传统转播、广告收入上，版权运营带来的衍生收入也是版权价值的重要组成部分。转播收入、广告收入是版权资源变现的重要途径，但随着赛事转播权价格不断上升，赛事转播收入和广告收入不足以满足版权所有方的盈利需求，对版权的衍生利用和多元开发成为版权方缓解成本压力、释放版权价值的重要手段。比如，ESPN 在购买转播权后，除了在电视上播出赛事，还会通过制作纪录片等衍生开发的方式对赛事转播权进行二次开发，挖掘转播权价值，ESPN 已成功开发《Sports Century》、《最后之舞》等多个纪录片佳作。多元化版权价值开发对版权所有方的版权运营能力提出了更高的要求，版权运营能力逐渐成为版权所有方扩大赛事 IP 价值以实现利润最大化的重要一环。

图 19：英超转播版权收入持续增长



数据来源：天空体育，西南证券整理

公司体育业务以 B 端版权分销为核心，同时重视 C 端视频订阅市场培育，版权运营能力突出。

- **B 端版权分销为版权资源核心变现路径。**公司版权业务依托旗下的新英体育开展，新英体育主要通过版权分销、产品订阅和广告获得收入，其中版权分销是最主要的变现路径。版权分销主要是向国外版权资源方采购版权，获取相关体育版权在中国地区的独家权益，随后向 B 端电视媒体、互联网媒体、IPTV、移动终端等多渠道进行分销，从而获得版权变现收入。目前，B 端版权分销是版权变现的核心收入来源。

表 3：新英体育主营业务模式

主营业务	具体内容	收入对象
版权分销	向国外版权资源方采购版权，获取相关体育版权在中国地区的独家权益，随后面向电视、互联网、广电等媒体渠道进行分销。	专业体育频道及其他综合频道、网络平台、IPTV、互联网电视平台
产品订阅	观众为观看特定付费内容，向平台支付相关产品订阅的费用，包括有线电视订阅业务和视频网站订阅业务。	有线电视付费服务、视频网站付费服务
广告	一方面利用现有媒体平台获取广告收入，另一方面在向地方电视台分销时采取直接收费和间接换取赛事广告时段相结合的方式，获得电视台的广告时段后再将该广告时段出售，获取收入。	电视广告

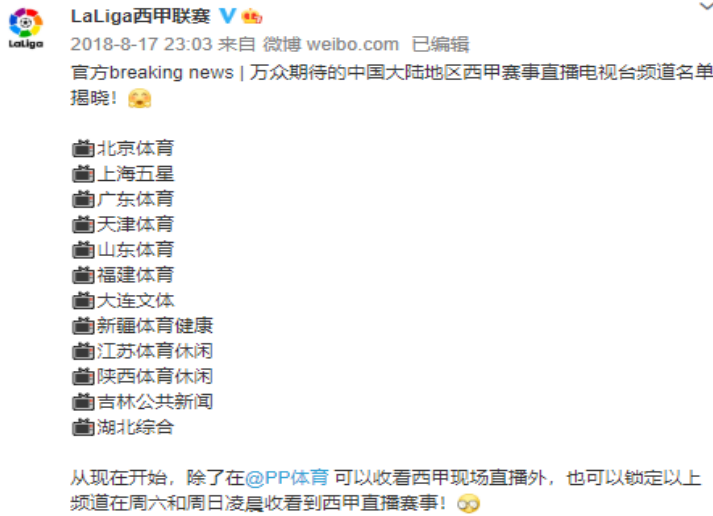
数据来源：公司公告，西南证券整理

- C 端视频订阅变现尚处培育阶段，有望长期拓展版权价值。**除 B 端变现外，新英体育积极拓展 C 端变现渠道。2018 年，新英体育与爱奇艺成立“新爱体育”，后更名为“爱奇艺体育”。爱奇艺体育充分发挥爱奇艺作为国内头部视频平台具备的用户流量优势和新英体育在体育版权领域具备的版权资源优势，打造国内优质的在线体育平台，通过为 C 端视频用户提供足球、网球、WWE 等领域优质体育赛事节目，拓展 C 端视频订阅和广告收入的变现路径。目前，C 端市场受体育用户付费意愿尚未形成等因素的影响尚处于培育期，未来伴随互联网赛事付费化潮流的推进，C 端业务有望拓展公司版权资源价值。

图 20：爱奇艺和新英体育合资成立“爱奇艺体育”平台


数据来源：爱奇艺体育，西南证券整理

公司版权运营能力突出。新英体育是国内优质的版权运营商，曾拥有近十年的英超版权运营经验，将英超打造成为国内最具商业价值的体育赛事 IP，版权运营经验丰富。以西甲赛事为例，新英体育通过建立西甲赛事电视联播网，帮助西甲登录北京体育、上海五星、天津体育等 12 个地方台，实现赛事多省份覆盖、促进赛事影响力扩大；促成西甲在爱奇艺体育、咪咕视频等数字媒体播出，实现数字媒体渠道覆盖，帮助西甲成为中国覆盖媒体数量最多的欧洲五大联赛赛事。

图 21: 新英体育建立起西甲赛事电视联播网


数据来源: 微博, 西南证券整理

2020 年, 新英体育与西甲联盟、MediaPro 合资成立 SFCM, 致力于西甲联盟大中华区的商业开发、市场营销和衍生 IP 开发业务, 进一步挖掘西甲赛事 IP 价值。在新英体育的运营下, 西甲版权在国内的覆盖范围、影响力等方面都有明显提升, 运营成效也获西甲联盟的高度认可。新英体育优异的运营效果促使西甲版权期限再度延长, 全媒体版权在原有六个赛季的基础上额外延长四个赛季, 获得 2019/2020-2028/2029 赛季西甲联赛全媒体版权, 使得新英体育成为西甲在全球海外市场中合作周期最长的体育公司, 版权护城河进一步加深。

图 22: 新英体育与西甲联盟、MediaPro 合资成立 SFCM


数据来源: 百度, 西南证券整理

3.1.3 引入 Fortis 团队, 提升国际化版权运营能力

增资引入 Fortis 团队开发运营亚足联赛事权益, 提升版权全球运营能力。2018 年 7 月, 公司接受 Fortis 对明诚体育国际增资, 增资完成后 Fortis 将持有明诚体育国际 30% 的股权。公司通过接受 Fortis 增资的方式引入具有丰富国际赛事运营经验的 Fortis 团队, 提升自身赛事运营能力, 以便更好的开发 2021-2028 年亚足联赛事全球独家商业权益。目前, Fortis Sports 与公司合资成立的亚洲足球商业开发有限公司(FMA) 致力于 2021-2024 年亚足联新周期赛事的运营工作, 运营工作收效良好。版权分销板块已售出蒙古、老挝、孟加拉国、德

国、奥地利、瑞典等多个国家和地区的媒体版权权益，覆盖东亚、中亚、东南亚、东欧、北欧、东南欧等区域；赞助板块促成科乐美、德国马牌赞助 AFC；并策划设计亚足联赛事全新品牌标识及视觉形象。Fortis 团队的引入帮助公司熟悉国际体育市场业务，提升公司对赛事版权的全球运营能力，为公司未来国际化发展奠定基础。

图 23: FMA 策划设计亚足联赛事全新品牌标识及视觉形象

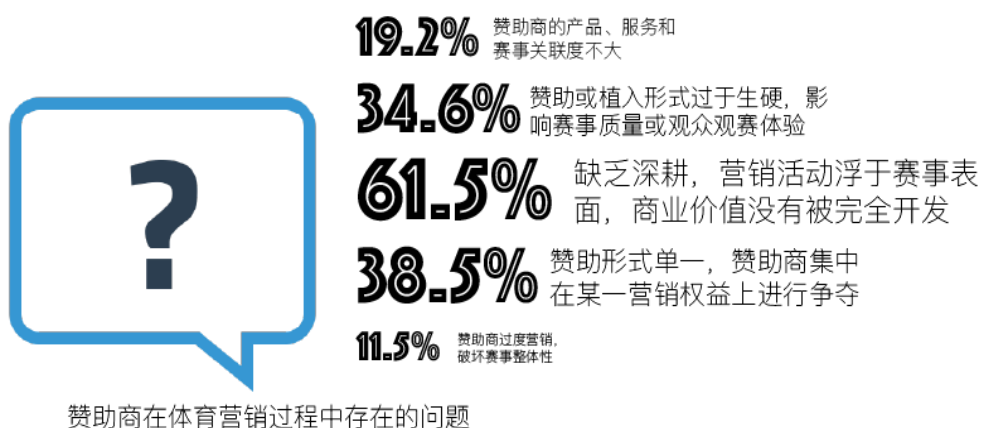


数据来源：搜狐网，西南证券整理

3.1.4 体育营销能力出众，深挖赛事 IP 价值

赛事 IP 价值仍有挖掘空间，体育营销重要性凸显。根据《体育赛事 IP 经营调查报告》显示，超过 60% 的赛事公司认为赞助商营销活动浮于表面，对赞助过程缺乏深耕；40% 赛事公司认为赞助商赞助形式单一，在某一营销权益上进行集中争夺。这说明，现有赞助商在体育赛事营销过程中形式简单、并未深入挖掘赛事价值，赛事 IP 的商业价值有待在专业体育营销团队的帮助下进一步挖掘，促进赛事 IP 商业价值释放。

图 24: 赞助商在体育营销中普遍存在尚未深入挖掘赛事价值的问题



数据来源：禹唐体育，西南证券整理

双刃剑体育营销能力出众，促进赛事 IP 价值释放。公司旗下体育营销公司双刃剑是国内领先的体育整合营销公司，主要帮助品牌选择合适的体育赛事营销宣传并提供相应的营销方案咨询、设计和评估服务。双刃剑营销能力出众，曾促成中国品牌走进奥运会、世界杯、

NBA、欧洲五大联赛、WTA 等国际大赛的赛场；营销实力获国际认可，2017 年双刃剑获得国际足联的 2018 俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理合同，成为历史上与 FIFA 签订独家代理合同的首家营销类公司，并促成雅迪、帝牌、指点艺境成为 2018 年俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商。双刃剑优质的营销能力有助于帮助公司深入挖掘赛事版权价值，促使潜在 IP 价值释放，扩大赛事 IP 收益。

图 25：雅迪成为 2018 年俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商



数据来源：搜狐网，西南证券整理

图 26：帝牌成为 2018 年俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商



数据来源：搜狐网，西南证券整理

2020 年，公司在体育营销板块已促成多个跨国体育赞助及品牌代言项目，如促成华帝燃具获得中国足协中国之队赞助权，NBA 球星罗斯代言盼盼食品等，并围绕 AFC 项目设计并促成多项体育营销业务，主要包括促成科乐美、马牌赞助 AFC 以及中国移动咪咕与 AFC 合作等。

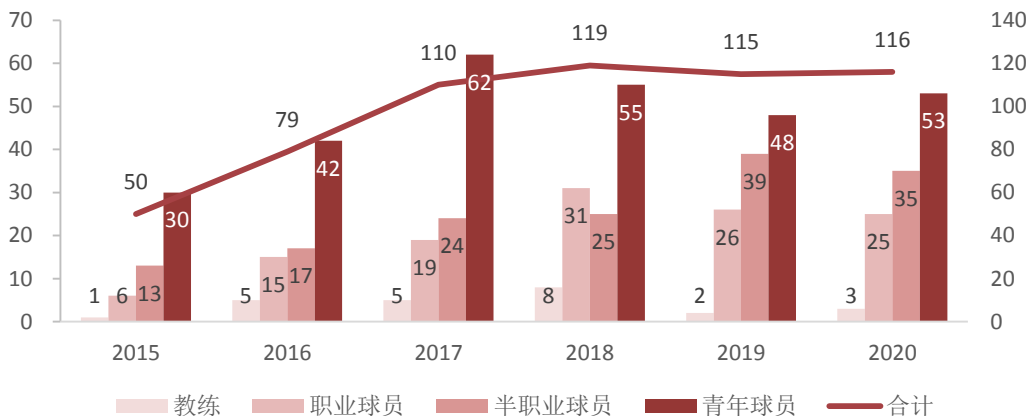
表 4：2020 年体育营销业务进展

序号	项目名称	主要内容	完成进度
1	华帝中国国家队	华帝中国国家队	进行
2	腾讯 Fifaonline	促成球星代言腾讯游戏	进行
3	盼盼罗斯赞助	促成罗斯代言盼盼食品	进行
4	亚足联赛事品牌重塑	策划设计亚足联赛事全新品牌标识及视觉形象	完成
5	科乐美赞助 AFC	促成科乐美数码娱乐获得亚足联全球赞助和品牌授权	进行
6	马牌赞助 AFC	促成德国马牌轮胎成为亚足联官方全球合作伙伴以及独家轮胎赞助商	进行
7	中国移动咪咕 AFC 合作	促成咪咕与 AFC 达成合作伙伴关系	进行

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.5 体育经纪业务为辅，打造全产业链闭环

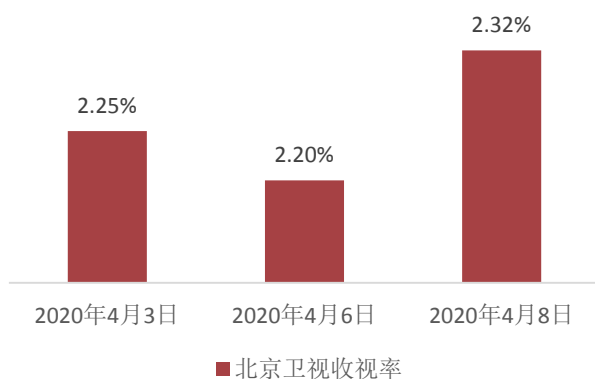
体育经纪服务以 MBS 为核心。公司通过全资收购的耐丝国际，实现对 MBS（西班牙）、MBS（英国）的间接控制，通过 MBS 开展体育经纪业务。MBS 具有完善的球探系统、丰富的球员资源和优质的品牌推广经验，有能力代理职业球员完成转会、商业代言、职业规划、价值挖掘等多项服务，并以此获得收益。MBS 签约球员数量逐年上升，由 2015 年的 50 人上升至 2020 年的 116 人。公司通过 MBS 开拓体育经纪业务，推进体育全产业链闭环建设。

图 27：2015 年以来 MBS 签约球员及教练数量变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 影视：强视传媒为核心，坚持精品化路线

公司影视业务以旗下的强视传媒为核心，坚持走精品化路线。强视传媒拥有雄厚的影视制作能力，曾经制作过《小李飞刀》、《金粉世家》、《龙票》等多部知名影视作品。在电视剧发行数量持续收缩、影视行业精品化趋势发展的背景下，强视传媒坚持“以质取胜”的理念，持续加大精品剧的创作和投入，顺应行业发展趋势。近年，强视传媒成功打造《如果岁月可回头》等爆款电视剧，《如果岁月可回头》自播出以来连续多日稳居同时段省级卫视全国收视冠军，在 2020 年 4 月 3 日至 4 月 8 日之间收视率多次破 2；参投电视剧《庆余年》成为年度爆款电视剧，获得豆瓣 8.0 的高分评价并成为近两年唯一一部百度指数破百万的电视剧。

图 28：《如果岁月可回头》多日收视率破 2


数据来源：CSM59，西南证券整理

图 29：参投剧目《庆余年》获豆瓣 8.0 高分评价

庆余年 第一季 (2019)



导演: 孙皓
 编剧: 王倦 / 猫腻
 主演: 张若昀 / 李沁 / 陈道明 / 吴刚 / 李小冉 / 更多...
 类型: 剧情 / 古装
 制片国家/地区: 中国大陆
 语言: 汉语普通话
 首播: 2019-11-26(中国大陆)
 集数: 46
 单集片长: 45分钟
 又名: 庆余年 / Joy of Life
 IMDb链接: tt11273352

豆瓣评分
8.0 ★★★★★
 871280人评价
 5星 32.0%
 4星 45.6%
 3星 17.0%
 2星 2.8%
 1星 2.6%

数据来源：豆瓣，西南证券整理

影视资源储备丰厚，两部影视剧目计划 2021 年上线播出。2020 年公司完成《枫叶红了》、《爱我就别想太多》、《如果岁月可回头》、《我的盖世英雄》四部电视剧的制作，《爱我就别想太多》于 2020 年 6 月在东方卫视、北京卫视上星播出，《枫叶红了》于 2020 年 8 月 5 日在 CCTV1 完成首播。《幸福到万家》、《功勋》、《侬好，我的东北女友》已进入后期制作阶段，《幸福到万家》、《功勋》预计将于 2021 年下半年上线播出。随着疫情对影视剧制作影响

逐步减弱，影视业务进入正常发展周期，2021年《幸福到万家》、《功勋》的上线有望增加公司影视板块收入。

表 5：2020 年公司影视剧业务推进情况

序号	项目名称	集数	开机时间	完成时间	合作方式	投资比例	目前进展
1	电视剧《枫叶红了》	36	2019年7月	2020年4月	参投	10.00%	已播出
2	电视剧《爱我就别想太多》	40	2017年6月	2020年6月	主投	40.00%	已播出
3	电视剧《如果岁月可回头》	44	2018年3月	2020年3月	主投	49.00%	已播出
4	电视剧《幸福到万家》	40	2020年9月	2021年2月	参投	20.00%	后期制作
5	电视剧《功勋》	48	2020年9月	2021年1月	参投	5.00%	后期制作
6	网络剧《依好，我的东北女友》	24	2020年10月	2020年12月	主投	40.00%	后期制作
7	网络剧《好女无双》	40	2017年6月	2020年5月	参投	49.17%	发行中
8	网络剧《我的盖世英雄》	24	2018年7月	2020年1月	参投	30.00%	已播出

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 体育、影视权益变现周期开启，业绩反弹可期

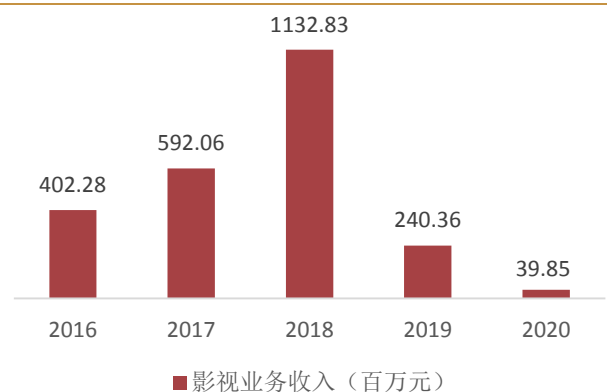
2020年受疫情影响，影视、体育业务均受到显著冲击。体育板块，原定于2020年6月举办的2020欧洲杯延期至2021年举办，导致公司版权运营、体育营销、体育经纪业务无法正常开展，收入确认延期，与此同时相关费用仍需按照合同要求支出，对公司业绩造成较大压力，2020年体育板块实现收入6.6亿元，同比下降57.2%。影视板块，受疫情影响原定影视剧目拍摄较预期有所延迟，影院复工晚、于2020年7月才逐渐恢复营业，且影视剧目业务申报、发行工作也受到一定影响，导致公司影视收入出现下滑，实现收入0.4亿元，同比下降83.4%。

图 30：2016 年以来公司体育业务收入变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2016 年以来公司影视业务收入变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2020欧洲杯延期至2021年举办，欧洲杯权益收入将于本年确认，提振体育板块业绩。2020欧洲杯延期至2021年举办，整个赛事为期一个月，预计将于2021年6月12日开启小组赛，为期13天；1/8决赛将于6月27日至30日举行、7月7日至8日完成半决赛，7月12日在英国伦敦完成总决赛。在欧洲杯赛事如期举行的条件下，欧洲杯相关权益收入将在本年内确认，促进公司体育板块业绩恢复。

图 32: 2020 欧洲杯延期至 2021 年举办



数据来源: 欧洲杯官网, 西南证券整理

2021 年是亚足联赛事同样进入权益变现周期, 相关版权运营、体育营销等服务收益将促进体育板块业绩恢复。亚足联赛事运营上, 公司已将亚足联赛事媒体版权权益在印尼、韩国、乌克兰、德国、奥地利、俄罗斯等多国正式售出; 促成马牌轮胎与亚足联成功续约, 赞助合约覆盖 2021-2024 所有亚足联赛事, 并帮助马牌借助亚足联赛事拓展中国市场; 中国区首项销售落地, 与中国移动咪咕在 5G 赛事转播、5G 智慧场馆、体育营销等领域达成深度合作。伴随 2021 亚足联赛事的顺利举办, 公司将获得相关版权运营、体育营销服务收入, 业绩增长确定性高。

图 33: 德国马牌续约亚足联, 成为 2021-2024 亚足联官方全球合作伙伴

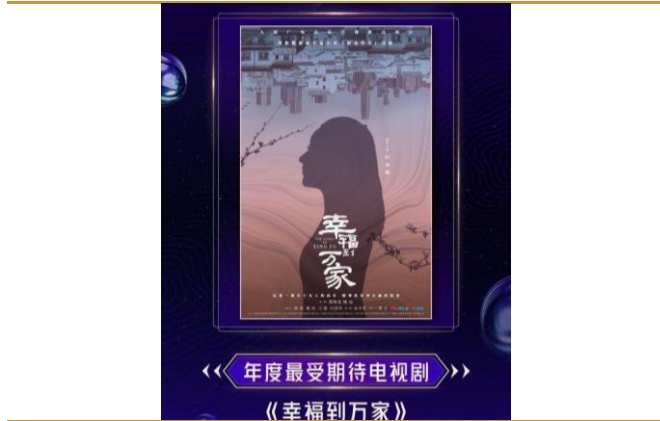


数据来源: 美通社, 西南证券整理

《幸福到万家》、《功勋》有望 2021 年播出, 影视板块收入增长可期。《幸福到万家》影视制作班底优质、社会关注度高, 该剧由知名导演郑晓龙执导、著名影星赵丽颖主演, 虽然尚未播出, 但已获得 2020 “抖音星动之夜” 年度最受期待电视剧奖项并入选国家广电总局百部重点电视剧, 预计将于 2021 年底上线。《功勋》是献礼建党 100 周年的重大现实题材剧,

讲述屠呦呦、袁隆平、申纪兰等八位功勋人物的精彩人生故事，由周迅、佟大为、靳东等多位重量级演员主演，预计将于 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》、《功勋》两部剧目的播出将为公司影视板块贡献收入，有望提振影视板块业绩。

图 34:《幸福到万家》荣获 2020 年抖音年度最受期待电视剧



数据来源: 抖音, 西南证券整理

图 35:《功勋》献礼建党 100 周年



数据来源: 新浪娱乐, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 体育赛事权益进入兑现期, 带动体育业务快速放量, 2021-2023 年毛利率分别为 38%、38.5%和 38.5%;

假设 2: 影视业务延续精品化路线, 2021-2023 年毛利率分别为 22.5%、23%和 24%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
体育业务	收入	659.9	2078.5	1413.4	1625.4
	增速	-57.2%	215.0%	-32.0%	15.0%
	毛利率	-18.9%	38.0%	38.5%	38.5%
影视业务	收入	39.9	235.1	258.6	284.5
	增速	-83.4%	490.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-39.7%	22.5%	23.0%	24.0%
合计	收入	699.7	2313.7	1672.0	1909.9
	增速	-60.7%	230.7%	-27.7%	14.2%
	毛利率	-20.1%	36.4%	36.1%	36.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.39 元、0.36 元、0.46 元, 对应估值分别为 18 倍、19 倍和 15 倍。公司是国内体育产业龙头企业, 版权储备领先行业, 逐步具备国际化版权运营能力, 继续维持“买入”评级。

5 风险提示

体育政策发生重大改变的风险，业务整合或不及预期的风险，行业复苏或不及预期的风险，赛事版权获取或不及预期的风险，并购项目运营或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	699.70	2313.66	1672.04	1909.91	净利润	-2087.06	41.15	50.63	118.01
营业成本	840.26	1470.91	1068.39	1215.85	折旧与摊销	617.63	239.68	239.68	239.68
营业税金及附加	1.52	5.36	3.80	4.37	财务费用	690.02	461.87	297.93	286.77
销售费用	78.87	87.92	63.54	68.76	资产减值损失	-603.49	0.00	0.00	0.00
管理费用	317.34	242.93	183.92	210.09	经营营运资本变动	2423.20	-544.96	-70.90	36.81
财务费用	690.02	461.87	297.93	286.77	其他	-558.62	13.63	-11.63	3.54
资产减值损失	-603.49	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	481.69	211.37	505.71	684.82
投资收益	-161.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	745.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1123.64	3.93	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-378.08	3.93	0.00	0.00
营业利润	-2154.49	44.65	54.46	124.08	短期借款	-1114.41	1672.74	-226.71	-332.13
其他非经营损益	-2.15	-2.13	-2.14	-2.14	长期借款	-1286.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	-2156.65	42.52	52.32	121.94	股权融资	-230.82	0.00	0.00	0.00
所得税	-69.59	1.37	1.69	3.93	支付股利	0.00	385.23	-45.23	-42.13
净利润	-2087.06	41.15	50.63	118.01	其他	3054.32	-2466.21	-297.93	-286.77
少数股东损益	-160.91	-185.00	-160.00	-150.00	筹资活动现金流净额	422.44	-408.24	-569.87	-661.03
归属母公司股东净利润	-1926.15	226.15	210.63	268.01	现金流量净额	280.40	-192.94	-64.16	23.79
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	424.30	231.37	167.20	190.99	成长能力				
应收和预付款项	1497.27	3249.34	2420.67	2747.06	销售收入增长率	-60.74%	230.66%	-27.73%	14.23%
存货	1017.96	1768.35	1292.34	1467.43	营业利润增长率	-5234.21%	102.07%	21.96%	127.84%
其他流动资产	49.41	150.38	108.68	124.14	净利润增长率	-2952.75%	101.97%	23.04%	133.07%
长期股权投资	1090.69	1090.69	1090.69	1090.69	EBITDA 增长率	-166.26%	188.12%	-20.66%	9.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	20.63	18.48	16.33	14.19	毛利率	-20.09%	36.42%	36.10%	36.34%
无形资产和开发支出	3342.00	3106.29	2870.59	2634.88	三费率	155.24%	34.26%	32.62%	29.61%
其他非流动资产	1550.90	1549.07	1547.23	1545.40	净利率	-298.28%	1.78%	3.03%	6.18%
资产总计	8993.16	11163.97	9513.74	9814.79	ROE	-90.46%	1.65%	2.03%	4.59%
短期借款	353.81	2026.55	1799.84	1467.71	ROA	-23.21%	0.37%	0.53%	1.20%
应付和预收款项	543.07	876.37	666.69	777.34	ROIC	-36.30%	18.20%	12.13%	15.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-121.03%	32.25%	35.41%	34.06%
其他负债	5789.01	5769.94	4550.70	4997.35	营运能力				
负债合计	6685.89	8672.86	7017.23	7242.40	总资产周转率	0.07	0.23	0.16	0.20
股本	584.62	584.62	584.62	584.62	固定资产周转率	33.97	118.33	96.05	125.15
资本公积	2634.94	2634.94	2634.94	2634.94	应收账款周转率	0.79	1.98	1.10	1.38
留存收益	-1331.59	-720.21	-554.81	-328.93	存货周转率	0.74	1.05	0.69	0.88
归属母公司股东权益	2112.52	2481.36	2646.76	2872.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	159.15%	—	—	—
少数股东权益	194.75	9.75	-150.25	-300.25	资本结构				
股东权益合计	2307.27	2491.11	2496.51	2572.39	资产负债率	74.34%	77.69%	73.76%	73.79%
负债和股东权益合计	8993.16	11163.97	9513.74	9814.79	带息债务/总负债	20.61%	35.17%	40.24%	34.41%
					流动比率	0.56	0.73	0.70	0.76
					速动比率	0.37	0.49	0.47	0.52
					股利支付率	0.00%	-170.34%	21.47%	15.72%
					每股指标				
					每股收益	-3.29	0.39	0.36	0.46
					每股净资产	3.61	4.24	4.53	4.91
					每股经营现金	0.82	0.36	0.87	1.17
					每股股利	0.00	-0.66	0.08	0.07
业绩和估值指标									
EBITDA	-846.84	746.21	592.07	650.53					
PE	-2.13	18.15	19.48	15.31					
PB	1.94	1.65	1.55	1.43					
PS	5.87	1.77	2.45	2.15					
EV/EBITDA	-6.24	7.22	8.83	7.49					
股息率	0.00%	—	1.10%	1.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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

投资评级说明

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

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn